

wüstenrot

Außerordentliche Hauptversammlung

der

Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft

am 17. Juli 2007

Dokumentation zum einzigen

Tagesordnungspunkt

**Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der
Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft mit Sitz in Ludwigsburg auf die
Wüstenrot & Württembergische AG mit Sitz in Stuttgart als Hauptaktionär gegen
Gewährung einer angemessenen Barabfindung
gemäß §§ 327a ff. AktG**

INHALT

TEIL 1

Bericht der Wüstenrot & Württembergische AG als Hauptaktionär der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft auf die Wüstenrot & Württembergische AG sowie die Angemessenheit der festgesetzten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG vom 4. Juni 2007

- Anlage 1: Depotbestätigung der Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank
- Anlage 2a: Depotbestätigung der Schwäbische Bank AG
- Anlage 2b: Depotbestätigung der Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank
- Anlage 2c: Depotbestätigung der Landesbank Baden-Württemberg
- Anlage 3: Depotbestätigung der Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank
- Anlage 4a: Verlangen der Wüstenrot & Württembergische AG
- Anlage 4b: Bestätigung des Verlangens der Wüstenrot & Württembergische AG
- Anlage 4c: Konkretisierung des Verlangens der Wüstenrot & Württembergische AG
- Anlage 5: Erklärung der Landesbank Baden-Württemberg gemäß § 327b Abs. 3 AktG
- Anlage 6: Gutachterliche Stellungnahme von SUSAT & PARTNER OHG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

TEIL 2

Bericht der Dr. Ebner, Dr. Stolz und Partner GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft vom 6. Juni 2007 über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung für die beabsichtigte Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft auf die Wüstenrot & Württembergische AG gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG

TEIL 3

Entwurf des Übertragungsbeschlusses

TEIL 1

Bericht

der

Wüstenrot & Württembergische AG

als Hauptaktionär der

Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft

über die

**Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Wüstenrot
Bausparkasse Aktiengesellschaft auf die
Wüstenrot & Württembergische AG**

sowie die

Angemessenheit der festgesetzten Barabfindung

gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG

vom

4. Juni 2007

Wüstenrot&Württembergische

AKTIENGESELLSCHAFT

Bericht

der

Wüstenrot & Württembergische AG

als Hauptaktionär der

Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft

über die

Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft auf die Wüstenrot & Württembergische AG

sowie die

Angemessenheit der festgesetzten Barabfindung

gemäß § 327 c Abs. 2 Satz 1 Aktiengesetz

4. Juni 2007

Inhaltsverzeichnis

Verzeichnis verwendeter Abkürzungen.....	6
A. Einleitung	7
B. Darstellung der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft	8
I. Überblick.....	8
II. Geschichte und Entwicklung.....	8
1. Gründungsphase der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft.....	8
2. Erweiterung der Geschäftstätigkeit ab den sechziger Jahren	9
3. Neuordnung im Jahr 1998	9
4. Zusammenschluss mit der Württembergische Versicherungsgruppe im Jahr 1999 und Verschmelzung mit der Leonberger Bausparkasse AG im Jahr 2001	10
III. Sitz, Geschäftsjahr, Unternehmensgegenstand	11
IV. Kapital und Aktionäre	11
1. Kapital	11
2. Aktionäre	11
V. Organe und Vertretung.....	12
1. Vorstand	12
2. Aufsichtsrat	13
VI. Gesellschaftsrechtliche Struktur.....	14
1. Verhältnis der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft zur Wüstenrot & Württembergische AG	14
2. Beteiligungen der Wüstenrot Bausparkasse AG	14
a) W&W Informatik GmbH	14

b)	Wüstenrot Immobilien GmbH.....	15
c)	GFW Gesellschaft zur Förderung von Wohneigentum mbH.....	15
d)	Miethaus und Wohnheim GmbH i.L.	15
VII.	Geschäftstätigkeit der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft.....	16
VIII.	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft.....	17
1.	Eckdaten für die Geschäftsjahre 2004, 2005 und 2006.....	17
2.	Geschäftliche Entwicklung der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft in den Geschäftsjahren 2005, 2006 und Lage im laufenden Geschäftsjahr 2007	20
a)	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation im Geschäftsjahr 2005	20
b)	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation im Geschäftsjahr 2006	22
c)	Lage im laufenden Geschäftsjahr 2007	24
IX.	Mitarbeiter und Mitbestimmung	25
C. Darstellung der Wüstenrot & Württembergische AG als Hauptaktionär		27
I.	Überblick.....	27
II.	Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand	27
III.	Kapital und Aktionäre	28
IV.	Organe und Vertretung.....	28
1.	Vorstand	28
2.	Aufsichtsrat	29

V.	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der Wüstenrot & Württembergische Aktiengesellschaft	29
VI.	Mitarbeiter und Mitbestimmung	30
D. Gründe für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre		31
I.	Erhöhte Flexibilität.....	31
II.	Keine Interessenkonflikte.....	31
III.	Einsparung von Kosten	32
IV.	Erhöhte Transaktionssicherheit.....	32
E. Voraussetzungen und Folgen des Übertragungsbeschlusses.....		33
I.	Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre	33
1.	Überblick über die gesetzlichen Regelungen	33
2.	Kapitalbeteiligung der Wüstenrot & Württembergische AG an der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft in Höhe von 95 %.....	34
a)	Unmittelbare Beteiligung	34
b)	Mittelbare Beteiligung.....	35
3.	Verlangen der Wüstenrot & Württembergische AG gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG	36
4.	Festlegung der Barabfindung	36
5.	Übertragungsbericht der W&W	36
6.	Prüfung der Barabfindung.....	37
7.	Gewährleistung eines Kreditinstituts gemäß § 327b Abs. 3 AktG.....	37
8.	Auslage und Versendung von Unterlagen zur Vorbereitung der Hauptversammlung	37
9.	Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung der BSW	38
10.	Eintragung in das Handelsregister.....	38

II.	Auswirkungen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre	38
1.	Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses	38
2.	Erwerb eines Anspruchs auf angemessene Barabfindung.....	39
3.	Zahlung der Barabfindung	40
4.	Auswirkungen auf laufendes Spruchverfahren	40
5.	Steuerliche Auswirkungen für die Aktionäre in Deutschland.....	41
a)	Aktien im Privatvermögen	42
b)	Aktien im Betriebsvermögen.....	43
aa)	Aktionär ist körperschaftsteuerpflichtig gemäß §§ 1, 2 KStG.....	43
bb)	Aktionär ist eine natürliche Person	44
cc)	Aktionär ist eine Personengesellschaft	44
c)	Sonderregeln für bestimmte Unternehmen des Finanz- und Versicherungssektors.....	44
d)	Hinweise auf die Unternehmensteuerreform 2008.....	45
F.	Angemessenheit der Barabfindung	46
I.	Ermittlung und Angemessenheit der Barabfindung.....	46
II.	Überprüfung der Angemessenheit.....	48
G.	Barabfindung nach § 327a AktG.....	49

Verzeichnis verwendeter Abkürzungen

AktG	Aktiengesetz
BSW oder Gesellschaft	Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft
Ebner Stolz	Dr. Ebner, Dr. Stolz & Partner GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft
GdF	Bausparkasse der Gemeinschaft der Freunde, Gemeinnützige Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GFW	GFW Gesellschaft zur Förderung von Wohneigentum mbH
HGB	Handelsgesetzbuch
IFRS	International Financial Reporting Standards
IT GmbH	W&W Informatik GmbH
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LBBW	Landesbank Baden-Württemberg
Leonberger	Leonberger Bausparkasse AG
MuW i.L.	Miethaus und Wohnheim GmbH i.L.
SUSAT	SUSAT & PARTNER OHG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
W&W	Wüstenrot & Württembergische AG
WBP	Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank
WHS	Wüstenrot Haus- und Städtebau GmbH
WI	Wüstenrot Immobilien GmbH
WürttLeben	Württembergische Lebensversicherung Aktiengesellschaft

A. Einleitung

- (1) Die Wüstenrot & Württembergische AG mit Sitz in Stuttgart ("W&W") ist mit einer unmittelbaren Beteiligung von rund 89,96 % des Grundkapitals und einer mittelbaren Beteiligung in Höhe von 10 % über die Württembergische Lebensversicherung Aktiengesellschaft ("WürttLeben"), an der die W&W rund 72 % der Aktien hält, d. h. insgesamt mit einer Beteiligung von 99,96 % des Grundkapitals Hauptaktionär der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft ("BSW" oder "Gesellschaft") mit Sitz in Ludwigsburg. Die W&W hat mit Schreiben vom 4. August 2006 verlangt, dass die Hauptversammlung der BSW gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 Aktiengesetz ("AktG") die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf die W&W gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen möge. Mit Schreiben vom 26. Februar 2007 hat die W&W ihr Verlangen bestätigt und verlangt, dass die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Tagesordnung einer ordentlichen oder außerordentlichen Hauptversammlung genommen werde, die in 2007, jedoch – vor dem Hintergrund der noch zu erbringenden Vorbereitungsmaßnahmen – nicht vor Juni des Jahres stattfinden solle.
- (2) Es ist nunmehr beabsichtigt, dass die am 17. Juli 2007 stattfindende außerordentliche Hauptversammlung der BSW die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär W&W gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen soll. Zur Unterrichtung der Aktionäre der BSW erstattet die W&W gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG den vorliegenden schriftlichen Bericht, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.
- (3) Die Barabfindung, die den Minderheitsaktionären der BSW angeboten wird, wurde von der W&W mit Unterstützung der SUSAT & Partner OHG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg ("SUSAT"), ermittelt. Zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung hat das Landgericht Stuttgart auf Antrag der W&W die Dr. Ebner, Dr. Stolz & Partner GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart ("Ebner Stolz"), ausgewählt und durch Beschluss vom 12. September 2006 bestellt.

B. Darstellung der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft

I. Überblick

- (4) Die BSW ist bundesweit im Bereich des Bausparens und der Baufinanzierung tätig. Mit rund drei Millionen Kunden, 3,3 Millionen Bausparverträgen mit EUR 74 Milliarden Bausparsumme und über 3.200 Innendienst-Mitarbeitern in Ludwigsburg, Leonberg und in den dezentralen Bearbeitungsstellen sowie rund 3.200 selbstständigen Außendienstpartnern¹ ist das Unternehmen die drittgrößte private Bausparkasse in Deutschland.

II. Geschichte und Entwicklung

1. Gründungsphase der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft

- (5) Die BSW geht auf den Verein "Gemeinschaft der Freunde" mit Sitz in dem württembergischen Dorf Wüstenrot zurück, der sich im Jahre 1921 konstituierte. Der Verein verstand sich als Selbsthilfeorganisation, in der sich Wohnungssuchende zusammenschließen konnten, um nach planmäßigem Sparen aus den gemeinsam aufgebrauchten Mitteln ein Darlehen zu erhalten.
- (6) Sowohl rechtliche Gesichtspunkte als auch die rasche Ausweitung des Geschäftsbetriebs bewogen den Verein, im Jahre 1926 das gesamte Bauspargeschäft auf die zu diesem Zweck errichtete Bausparkasse der Gemeinschaft der Freunde, Gemeinnützige Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Wüstenrot ("GdF") zu übertragen. An dem Stammkapital der GdF beteiligte sich der Verein mit einer Quote von über 95 %, während knapp 5 % des Kapitals von 50 Vereinsmitgliedern als Gesellschafter aufgebracht wurden; diese Beteiligungsverhältnisse blieben danach über mehrere Jahrzehnte unverändert.
- (7) Zum Abschluss gelangte die Gründungsphase der Bausparkasse mit der Verlegung von Sitz und Geschäftsbetrieb nach Ludwigsburg im Jahr 1930. In diesem Zusammenhang wurde die Firma in Bausparkasse GdF Wüstenrot gemeinnützige GmbH geändert, um den inzwischen zu einem Markenzeichen gewordenen Namen Wüstenrot auch dort aufzunehmen.

¹ Die Zahlen beziehen sich jeweils auf den 31. Dezember 2006

2. Erweiterung der Geschäftstätigkeit ab den sechziger Jahren

- (8) Entscheidende Schritte zur Änderung der Unternehmensstruktur wurden in den sechziger Jahren eingeleitet. Nachdem der Geschäftsbetrieb der GdF bis dahin in Ludwigsburg zentralisiert war, wurde im gesamten Bundesgebiet ein Netz von rund 20 Filialen aufgebaut.
- (9) Ferner erfolgte eine Ausdehnung der Aktivitäten. Da es einer Bausparkasse als einem der Aufsicht durch das damalige Bundesaufsichtsamt für das Versicherungs- und Bausparwesen unterstehenden Spezialkreditinstitut verwehrt war, eine unmittelbare Beteiligung an einem Kreditinstitut zu halten, gründeten die Gesellschafter der GdF im Jahre 1967 die Wohnungswirtschaft Wüstenrot Verwaltungs- und Finanzierungs GmbH - WVG (die heutige Wüstenrot Holding AG). Diese Holding übernahm die Gesellschaftsrechte des Gründungsvereins der Bausparkasse. Im folgenden Jahr errichtete sie die Wüstenrot Bank AG für Wohnungswirtschaft (heute zusammen mit der Wüstenrot Hypothekenbank AG die Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank, "WBP"), womit umfassende Wohnungsfinanzierungen aus einer Hand angeboten werden konnten.
- (10) Daneben wurden von der GdF weitere Gesellschaften gegründet, mit denen ergänzende Dienstleistungen im Umfeld von Wohnungsbau und Wohnungsfinanzierung angeboten werden sollten, so u. a. 1969 gemeinsam mit der Allianz Lebensversicherungs AG die Wüstenrot Lebensversicherungs-AG (heute – nach mehreren Umstrukturierungen – aufgegangen in der WürttLeben), aber auch – bereits 1949 – die Hausbau Wüstenrot GmbH und 1971 die Wüstenrot Städtebau und Entwicklungsgesellschaft mbH (inzwischen beide zusammengeführt in der Wüstenrot Haus- und Städtebau GmbH, "WHS"). Ferner beteiligte sich die GdF an der 1991 gegründeten Wüstenrot Immobilien GmbH, die im August 2000 mit der Leonberger Immobilien GmbH rückwirkend zum 1. Januar 2000 zur Wüstenrot Leonberger Immobilien GmbH verschmolzen wurde. Seit dem 6. März 2006 firmiert das Unternehmen wieder unter Wüstenrot Immobilien GmbH.

3. Neuordnung im Jahr 1998

- (11) Im Rahmen einer strukturellen Neuordnung der Wüstenrot-Gruppe im Jahr 1998 wurde das Bauspargeschäft aus der GdF ausgegliedert und auf die neu gegründete Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft übertragen. Die Ausgliederung geschah mit dem Ziel einer Trennung des Bausparkassengeschäfts vom Beteiligungsbesitz und erfolgte mit Wirkung zum Ablauf des 31. Dezember 1997. Die GdF wurde zunächst im November 1998 nach Verzicht auf die Erlaubnis zum Betreiben des Bauspargeschäfts unter der Firma Wüstenrot Beteili-

gungs-GmbH in eine Zwischenholding mit der Zielsetzung umgestaltet, den bisherigen Beteiligungsbesitz der GdF, zu dem neben den vorgenannten Beteiligungen auch weitere Auslandsbeteiligungen zählten, weiterhin zu halten, und sodann im März 1999 formwechselnd in die Wüstenrot Beteiligungs-AG umgewandelt. In diesem Zusammenhang wurden auch nahezu alle Beteiligungen der Wüstenrot Holding AG an den operativen Gesellschaften, so auch an der BSW, auf die Wüstenrot Beteiligungs-AG übertragen.

4. Zusammenschluss mit der Württembergische Versicherungsgruppe im Jahr 1999 und Verschmelzung mit der Leonberger Bausparkasse AG im Jahr 2001

- (12) 1999 kam es zum Zusammenschluss der Wüstenrot-Gruppe und der Württembergische Versicherungsgruppe, bei dem zum 1. September 1999 die Muttergesellschaft des Württembergische Konzerns, die Württembergische AG Versicherungs-Beteiligungsgesellschaft, auf die Wüstenrot Beteiligungs-AG – die heutige W&W – verschmolzen wurde. Durch die Fusion entstand der heutige W&W-Konzern. Unter dessen Dach gab es neben der BSW nunmehr mit der Leonberger Bausparkasse AG ("Leonberger") eine weitere Bausparkasse. Die Leonberger war 1934 aus der 1929 in Leonberg gegründeten Creditgenossenschaft des Christlichen Notbundes zur gegenseitigen Hilfe hervorgegangen, 1939 in eine Aktiengesellschaft umgewandelt worden und seit 1986 börsennotiert.
- (13) Da die Leonberger ein vergleichbares Tätigkeitsfeld hatte, wurde sie zwecks Straffung der Konzernstruktur und Bündelung der Kräfte der beiden Bausparkassen mit Wirkung zum 1. Januar 2001 auf die BSW verschmolzen. Infolgedessen änderte sich die Aktionärsstruktur der BSW. War zuvor die W&W Alleinaktionärin, hielt diese nach Wirksamwerden der Verschmelzung nur noch rund 89,88 % an der fusionierten BSW, während die 2. Beteiligungsgesellschaft für die Württembergische Versicherungsgruppe mbH & Co. KG rund 9,73 % des Grundkapitals der BSW inne hatte; die restlichen rund 0,39 % wurden von einer Vielzahl verschiedener Aktionäre gehalten. Im Zusammenhang mit der Verschmelzung ist ein Spruchverfahren vor dem Oberlandesgericht Stuttgart anhängig (Az.: 20 W 20/06; vgl. zu den Folgen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die W&W für das Spruchverfahren unten Rz. (139) ff.)
- (14) Die 2. Beteiligungsgesellschaft für die Württembergische Versicherungsgruppe mbH & Co. KG wurde mit Wirkung zum 31. Mai 2002 aufgelöst. Ihre Aktien an der BSW in Höhe von 9,73 % des Grundkapitals gingen im Wege der Anwachsung auf die WürttLeben über. Mit Wirkung zum 24. Oktober 2002 hat die WürttLeben ihre Beteiligung durch Zukäufe von der W&W auf ihre heutige Beteiligung von 10 % aufgestockt.

III. Sitz, Geschäftsjahr, Unternehmensgegenstand

- (15) Der Sitz der BSW befindet sich in Ludwigsburg. Die Gesellschaft ist im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter HR B 205323 eingetragen. Das Geschäftsjahr der BSW ist das Kalenderjahr.
- (16) Satzungsgemäßer Unternehmensgegenstand der BSW ist der Betrieb einer Bausparkasse und die Gründung, der Erwerb und die Veräußerung von Unternehmen und Beteiligungen – insgesamt oder in Teilen – sowie der Erwerb und die Veräußerung von Vermögensgegenständen jeweils im eigenen Namen, für eigene Rechnung zur Anlage des eigenen Gesellschaftsvermögens und nicht als Dienstleistung für Dritte und soweit dies im Rahmen des Gesetzes über Bausparkassen vom 16. November 1972 (in seiner jeweils gültigen Fassung) zulässig ist.

IV. Kapital und Aktionäre

1. Kapital

- (17) Das Grundkapital der BSW beträgt EUR 171.016.306,49 und ist in 73.585.341 auf den Namen lautende Stückaktien eingeteilt.

2. Aktionäre

- (18) Die W&W hält derzeit² 66.198.582 Aktien der BSW und damit rund 89,96 % des Grundkapitals der BSW.
- (19) Wie unter II. (Rz. (5) ff.) dargestellt hält die W&W ihre Beteiligung an der BSW im Wesentlichen unverändert seit Entstehung der BSW (vgl. insbesondere Rz. (11) und (12) f.). In der Folgezeit hat die W&W ihre Beteiligung durch Zukäufe von Aktien leicht erhöht. Zuletzt hat sie in den Jahren 2006 und 2007 Aktien von verschiedenen Kleinaktionären erworben. Bei diesen Käufen hat die W&W jeweils einen Preis von EUR 24 je Stückaktie gezahlt.

² Stand 31. Mai 2007.

- (20) Aktionärin der BSW ist ferner die WürttLeben, die im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter HR B 280 eingetragen und deren Unternehmensgegenstand insbesondere der Betrieb von Lebensversicherungen ist. Diese hält derzeit³ 7.358.535 Aktien der BSW und ist damit mit 10 % am Grundkapital der BSW beteiligt. Die WürttLeben ist historisch aus der Allgemeine Rentenanstalt zu Stuttgart hervorgegangen, die mit Bildung der Württembergische Versicherungsgruppe im Jahr 1991 die Württembergische Lebensversicherung AG wurde, welche wiederum im Jahr 2000 mit der Wüstenrot Lebensversicherungs-AG unter dem heutigen Namen fusionierte. Aktionäre der WürttLeben sind derzeit⁴ die W&W mit rund 72 % und die Landesbank Baden-Württemberg ("LBBW") mit rund 10 % am Grundkapital der WürttLeben. Die übrigen rund 18 % am Grundkapital der WürttLeben befinden sich im Streubesitz (i. S. v. Ziffer 1.8 des Leitfadens zu den Aktienindizes der Deutschen Börse); jedenfalls ist der WürttLeben nichts Gegenteiliges bekannt. Die Aktien der WürttLeben (Namensaktien: WKN 840502, ISIN DE0008405028; Inhaberaktien: WKN 840500, ISIN DE00084050002) sind zum amtlichen Handel an der Börse Stuttgart zugelassen. Daneben werden die Namensaktien der WürttLeben über das Handelssystem Xetra gehandelt und sind in den Freiverkehr an den Börsen Frankfurt und Düsseldorf einbezogen; die Inhaberaktien sind in den Freiverkehr an der Börse Düsseldorf einbezogen.
- (21) Die WürttLeben hält ihre Beteiligung von 10 % des Grundkapitals unverändert seit Oktober 2002 (vgl. oben Rz. (14)).
- (22) Die verbleibenden BSW-Aktien werden von einer Vielzahl verschiedener Aktionäre gehalten; jedenfalls ist der W&W nichts Abweichendes bekannt. Die Aktien der BSW sind weder in Deutschland an einer Börse zum Handel zugelassen oder in den geregelten Markt einbezogen noch im Ausland an einem organisierten Markt zugelassen.

V. Organe und Vertretung

1. Vorstand

- (23) Dem Vorstand der BSW gehören derzeit die folgenden vier Mitglieder an:
- Herr Matthias Lechner, Vorsitzender
 - Herr Bernd Hertweck

³ Stand 31. Mai 2007.

⁴ Stand 31. Mai 2007.

- Herr Hans-Ulrich Schulz (bis 30. Juni 2007)
- Herr Jürgen Steffan

- (24) Gemäß § 6 Abs. 3 der Satzung der BSW⁵ wird die Gesellschaft gesetzlich durch zwei Mitglieder des Vorstandes oder durch ein Mitglied des Vorstands gemeinschaftlich mit einem Prokuristen vertreten.
- (25) Die Vorstände der BSW üben keine Vorstands- oder Geschäftsführungsaufgaben in anderen – zum W&W-Konzern gehörenden oder externen – Unternehmen aus.

2. Aufsichtsrat

- (26) Der Aufsichtsrat setzt sich gemäß § 8 Abs. 1 der Satzung aus zwölf Mitgliedern zusammen. Er ist gemäß den Vorschriften des Mitbestimmungsgesetzes 1976 paritätisch mit sechs Anteilseigner- und sechs Arbeitnehmervertretern besetzt:

- Herr Dr. Alexander Erdland, Vorsitzender
- Herr Bernd Steuer, Stellvertretender Vorsitzender (Arbeitnehmervertreter)
- Herr Klaus Peter Frohmüller
- Herr Dr. Peter Heintel
- Herr Dieter Höreth
- Herr Andreas Rothbauer (Arbeitnehmervertreter)
- Herr Dr. Edmund Schwake
- Herr Christoph Seeger (Arbeitnehmervertreter)
- Herr Dr. Herbert Walterskirchen
- Herr Alois Windisch (Arbeitnehmervertreter)
- Herr Artur Wolf (Arbeitnehmervertreter)
- Herr Manfred Ziegler (Arbeitnehmervertreter)

⁵ Verweise in diesem Bericht auf die Satzung der BSW beziehen sich auf die Satzung in der Fassung mit den von der Hauptversammlung der BSW am 12. Juni 2006 beschlossenen Änderungen. Die in der Hauptversammlung vom 8. Mai 2007 beschlossenen Satzungsänderungen sind im Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Berichts noch nicht in das Handelsregister der BSW eingetragen.

VI. Gesellschaftsrechtliche Struktur

1. Verhältnis der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft zur Wüstenrot & Württembergische AG

- (27) Es bestehen keine Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge oder andere Unternehmensverträge zwischen der BSW und der W&W bzw. anderen Unternehmen des W&W-Konzerns.
- (28) Die BSW hat Auslagerungsverträge mit der W&W Informatik GmbH zur Erbringung von Dienstleistungen zur elektronischen Datenverarbeitung, mit der WBP zur Erbringung von Dienstleistungen zur Bearbeitung der außerkollektiven Kundeneinlagen und mit der T-Systems International GmbH zur Nutzung einer Zentralstelle für den automatischen Abruf von Kontoinformationen geschlossen. Darüber hinaus bestehen verschiedene Geschäftsbesorgungs- und Dienstleistungsverträge mit Konzernunternehmen, darunter z. B. Verträge, aufgrund derer die W&W für die BSW Leistungen in den Bereichen Kommunikation, Recht und Steuern erbringt.

2. Beteiligungen der Wüstenrot Bausparkasse AG

- (29) Die BSW hält verschiedene Beteiligungen an Unternehmen, die nachfolgend kurz dargestellt werden:

a) W&W Informatik GmbH

- (30) Die W&W Informatik GmbH mit Sitz in Ludwigsburg ("IT GmbH") ist im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter HR B 204709 eingetragen. Ihr Stammkapital beträgt EUR 30.000. Die BSW hält 24,50 % des Stammkapitals der IT GmbH. Weitere Gesellschafter sind die W&W mit 51 % und die Württembergische Versicherung Aktiengesellschaft mit 24,50 %.
- (31) Gegenstand der IT GmbH ist die Einbringung von Dienstleistungen auf dem Gebiet der elektronischen Datenverarbeitung. Die IT GmbH ist der zentrale IT-Dienstleister des W&W-Konzerns. Sie entwickelt und betreibt alle IT-Anwendungen für die Unternehmen des Konzerns der W&W und ist verantwortlich für Netze, dezentrale Systeme, Architekturen sowie Rechenzentren.

(32) Die IT GmbH hat im Geschäftsjahr 2006 bei einem Umsatz von EUR 136,8 Mio einen Jahresüberschuss von EUR 700 erzielt.

b) Wüstenrot Immobilien GmbH

(33) Die Wüstenrot Immobilien GmbH mit Sitz in Ludwigsburg ("WI") ist im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter HR B 720509 eingetragen. Die WI ist aus der Verschmelzung der Leonberger Immobilien GmbH auf die Wüstenrot Immobilien GmbH im Jahr 2000 hervorgegangen. Ihr Stammkapital beträgt EUR 63.911,49. Die BSW hält eine Beteiligung von 60 %. Weitere Gesellschafter sind die W&W mit 32 % und die WBP sowie die WHS mit jeweils 4 %.

(34) Die WI versteht sich im Marktauftritt als Komplettanbieter rund um die Immobilie. Sie arbeitet mit den Vertrieben der BSW und der Württembergische Versicherungsgruppe auf dem Gebiet der Immobilienvermittlung sowie bei der Vermittlung von Baufinanzierungsprodukten (*Cross-Selling*) zusammen. Statutarischer Unternehmensgegenstand der WI sind die Vermittlung von Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten, die Vermittlung von Miet- und Pachtverträgen über gewerbliche Räume und Wohnräume sowie die Vermittlung von *Cross-Selling*-Produkten (Bausparen, Bank- und Versicherungsprodukte).

(35) Im Geschäftsjahr 2006 hat die WI einen Umsatz von EUR 159,7 Mio. erzielt, was einem Rückgang von 7,6 % gegenüber dem Vorjahr (EUR 172,9 Mio.) entspricht. Der Jahresüberschuss der WI für 2006 betrug rund EUR 126.300 gegenüber EUR 226.000 in 2005.

c) GFW Gesellschaft zur Förderung von Wohneigentum mbH

(36) Die GFW Gesellschaft zur Förderung von Wohneigentum mbH ("GFW") mit Sitz in Leonberg ist im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter HR B 252634 eingetragen. Die BSW ist die alleinige Gesellschafterin. Die GFW hat ihren Geschäftsbetrieb im Jahr 1998 eingestellt.

(37) Das Stammkapital der GFW beträgt EUR 25.600, der Jahresüberschuss für 2006 EUR 1.300.

d) Miethaus und Wohnheim GmbH i.L.

(38) Die Miethaus und Wohnheim GmbH i.L. mit Sitz in Leonberg ("MuW i.L.") ist eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter HR B 252639. Die BSW ist die alleinige Gesellschafterin der MuW i.L., die sich seit 1985 in Liquidation befindet.

- (39) Die MuW i.L. hatte zum 31. Dezember 2006 ein Eigenkapital in Höhe von EUR 1.912.800 und wies für das Geschäftsjahr 2006 einen Jahresfehlbetrag von EUR 232.500 aus. Die BSW hat der MuW i.L. ein Gesellschafterdarlehen über EUR 58 Mio. gewährt. Für das Gesellschafterdarlehen hat die MuW i.L. im Jahr 2006 Zinsen in Höhe von EUR 0,6 Mio. an die BSW gezahlt.

VII. Geschäftstätigkeit der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft

- (40) Die BSW ist im Bereich des Bausparens und der Baufinanzierung in Deutschland tätig. Sie betreut über drei Mio. Kunden in Deutschland.
- (41) Im Geschäftsfeld Bausparen ist die BSW gemessen an der Bausparsumme mit einem Nettoneugeschäft von EUR 7,3 Mrd. in 2006 und einem Marktanteil von 7,6 % die drittgrößte private Bausparkasse in Deutschland und in Verbindung mit der WBP einer der großen deutschen Baufinanzierer. Per Ende 2006 betrug das Bestandsvolumen an Wohnungsbaudarlehen der BSW etwas mehr als EUR 12,4 Mrd.
- (42) Die BSW bietet verschiedene Bauspartarife an. Wichtigstes Produkt der BSW ist das IDEAL Bausparen. Es handelt sich um einen flexiblen Bauspartarif, bei dem der Sparer die Ausstattungsmerkmale seines Bausparvertrages individuell an seine Bedürfnisse anpassen kann. IDEAL Bausparen zeichnet sich trotz der Vielfalt der Ausstattungsmerkmale durch überschaubare Gestaltungsmöglichkeiten aus. Der Bausparer kann zwischen der Tarifvariante A/S (erhältlich als Normalzuteilung oder Wahlzuteilung), die eine jederzeitige Anpassung der Vertragsbedingungen erlaubt, und der Tarifvariante A/R wählen, die aufgrund eines höheren Guthabenzinses für diejenigen interessant ist, die vorrangig Kapital ansparen wollen. Vom Brutto-Neugeschäft der BSW im Jahr 2006 entfiel rund die Hälfte auf diese beiden – ab dem 1. April 2006 angebotenen – Tarifvarianten, wobei der Schwerpunkt mit rund zwei Dritteln auf der für Finanzierungswünsche günstigeren Tarifvariante A/S liegt.
- (43) Ferner bietet die BSW für neu abgeschlossene und bestehende Bausparverträge Möglichkeiten der Vor- und Zwischenfinanzierung an, die sich nach dem zugehörigen Bausparvertrag richten.
- (44) Die Produktpalette der BSW wird ergänzt durch Kombinationsprodukte wie z. B. Wüstenrot CONSTANT, ein spezielles Kombinationsprodukt aus Bausparvertrag und Vorausdarlehen. Weitere Kombinationsprodukte sind IDEAL & CLEVER (eine Kombination von Bausparvertrag und Sparkonto für Jugendliche unter 21 Jahren), START 65 (eine Kombination von

IDEAL-Bausparen und einer privaten Rentenversicherung) und MAXIMUS (eine Kombination aus Bausparen, Investment-Sparen und der Riester-Rente).

- (45) Die BSW-Produkte werden über verschiedene Vertriebskanäle angeboten, zum einen über den eigenen Außendienst, daneben auch über den Außendienst der Württembergische Versicherungsgruppe. 94 % des Neugeschäfts im Geschäftsfeld Bausparen wurden 2006 durch diese beiden Außendienste vermittelt. Durch die neu hinzugewonnene Vertriebskraft der Karlsruher Versicherungsgruppe hat sich die für das Bauspargeschäft zur Verfügung stehende Vertriebskraft deutlich erhöht und umfasst derzeit knapp 6.000 Außendienstpartner in Deutschland. Darüber hinaus bestehen verschiedene Vertriebskooperationen mit unterschiedlichen Partnern. Die seit 1997 bestehende Kooperation mit der Postbank, deren Anteil an den Vermittlungen 2005 rund 5 % betrug, wurde zum 31. März 2006 beendet.
- (46) Der Name "Wüstenrot" gehört aufgrund seiner Bekanntheit zu den führenden deutschen Marken im Finanzdienstleistungsmarkt.

VIII. Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft

1. Eckdaten für die Geschäftsjahre 2004, 2005 und 2006

- (47) Wesentliche Kennzahlen der BSW für die Geschäftsjahre 2004, 2005 und 2006 ergeben sich aus der folgenden Übersicht. Der jeweilige Jahresabschluss der BSW wurde nach den ergänzenden Vorschriften für Kreditinstitute des Dritten Buches des Handelsgesetzbuches ("HGB") (§§ 340 ff. HGB) i. V. m. der Verordnung über die Rechnungslegung der Kreditinstitute (RechKredV) unter Berücksichtigung der besonderen Vorschriften des Gesetzes über Bausparkassen erstellt. Für die Gewinn- und Verlustrechnung wurde die Staffelform gewählt. Von der Aufstellung eines Teilkonzernabschlusses für die BSW wurde aufgrund der untergeordneten Bedeutung abgesehen, welche die Tochterunternehmen für die Vermittlung eines den tatsächlichen Verhältnissen entsprechenden Bildes der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bausparkasse haben (§ 296 Abs. 2 HGB).

Kennzahl	2004	2005	2006
	(in Mio. EUR, soweit nicht anders angegeben)		
Bilanzsumme	18.768	19.438	19.035
Aktiva			
Baudarlehen	13.375	13.045	12.396
Liquide Mittel	5.185	6.246	6.469
Passiva			
Bauspareinlagen	14.207	14.632	14.506
Fonds zur baupartechnischen Absicherung	261	261	261
Fonds für allgemeine Bankrisiken	45	22	-
Eigenkapital	799	781	662
Gesamtkapitalquote nach KWG (in %)	10,2	9,8	9,0
Gewinn- und Verlustrechnung			
Zinsüberschuss	321	333	295
Betriebsergebnis	26	19	-51
Eingelöstes Neugeschäft			
Anzahl	376.700	310.000	294.000
Bausparsumme	9.147	7.756	7.333
Vertragsbestand			
Anzahl	3.585.084	3.482.493	3.254.598
Bausparsumme	78.400	77.629	74.362
Zuteilungen			
Anzahl	230.036	216.672	229.026
Bausparsumme	4.151	3.882	4.231
Zuführungen zur Zuteilungsmasse			
insgesamt	4.770	4.326	3.851
davon Sparbeträge	3.010	2.606	2.311
Auszahlungen zur Wohnungsfinanzierung	4.170	3.384	3.134
Anzahl der hauptberuflichen Mitarbeiter *)	3.500	3.405	3.202

*) inkl. ruhende Arbeitsverhältnisse und Auszubildende

- (48) Die in der Tabelle und in der folgenden Darstellung für die Jahre 2004 und 2005 genannten Zahlen sind den berichtigten und in dieser Form festgestellten Jahresabschlüssen für die Jahre 2004 und 2005 entnommen. Die Berichtigung der Jahresabschlüsse 2004 und 2005 basiert auf folgendem Sachverhalt:
- (49) Aufgrund sich stabilisierender Erkenntnisse über Bausparerverhalten wurde im Jahr 2006 durch den Vorstand der BSW ein neues Modell zur Ermittlung der Rückstellungen für Zinsbonusverpflichtungen und Rückerstattungen von Abschlussgebühren bei Darlehensverzicht entwickelt. Es hat sich herausgestellt, dass in den Geschäftsjahren 2004 und 2005 die Effekte aus verändertem Kundenverhalten bei der Ermittlung der erforderlichen Rückstellungen falsch eingeschätzt wurden. Analoge Berechnungen mit dem neu entwickelten Modell zur Schätzung der Rückstellungshöhen für Zinsbonusverpflichtungen und Rückerstattungen von Abschlussgebühren bei Darlehensverzicht mit den Beständen zum 31. Dezember 2004 bzw. zum 31. Dezember 2005 unter Einbeziehung der Fremdbabtretungen ergaben sowohl bei den Bonusrückstellungen als auch bei den Rückstellungen für Rückerstattung von Abschlussgebühren einen deutlich höheren Bedarf. Der Vorstand der BSW ist daher zu dem Ergebnis gekommen, dass die Jahresabschlüsse der BSW für die Geschäftsjahre 2004 und 2005 fehlerhaft sind, und hat daher im November 2006 entschieden, die Jahresabschlüsse für die Geschäftsjahre 2004 und 2005 zu berichtigen.
- (50) Die vom Aufsichtsrat für die Geschäftsjahre 2004 und 2005 zum Abschlussprüfer bestellte Deloitte & Touche GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München, hat die vom Vorstand am 31. Januar 2006 bzw. am 25. Februar 2005 aufgestellten Jahresabschlüsse für das Geschäftsjahr 2005 bzw. 2004 sowie den jeweiligen Lagebericht unter Einbeziehung der Buchführung geprüft und mit dem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehen. Der Vorstand hat die fehlerhaften Jahresabschlüsse für die Geschäftsjahre 2004 und 2005 am 16. Januar 2007 berichtigt und die Jahresabschlüsse in der berichtigten Fassung aufgestellt; die berichtigte Fassung hat der Abschlussprüfer mit dem jeweiligen Lagebericht unter Einbeziehung der Buchhaltung geprüft und mit dem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehen. Der Aufsichtsrat hat in seiner Sitzung vom 26. April 2005 den Jahresabschluss 2004 und in seiner Sitzung am 16. April 2006 den Jahresabschluss 2005 gebilligt; in seiner Sitzung vom 13. März 2007 hat der Aufsichtsrat die berichtigten Jahresabschlüsse 2004 und 2005 gebilligt. Die Jahresabschlüsse 2004 und 2005 gelten damit gemäß § 172 Satz 1 AktG als festgestellt.
- (51) Im Rahmen der Bilanzberichtigungen wurden die Rückstellungen für Bonusverpflichtungen und für die Abschlussgebührenrückerstattung in 2004 um EUR 52,4 Mio. und in 2005 um EUR 51,9 Mio. erhöht. Zum Ausgleich bzw. zur Wiederherstellung des ursprünglichen

Bilanzgewinns in 2004 und 2005 wurden neben der Aktivierung von Steuerforderungen, die sich aus der Nachdotierung der Rückstellungen ergeben haben, auch Gewinnrücklagen und Reserven in Höhe von insgesamt EUR 66,6 Mio. aufgelöst.

2. Geschäftliche Entwicklung der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft in den Geschäftsjahren 2005, 2006 und Lage im laufenden Geschäftsjahr 2007

a) Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation im Geschäftsjahr 2005⁶

- (52) Im Jahr 2005 ist die BSW mit 347.194 neu abgeschlossenen Bausparverträgen bis auf 4,60 % an den Vorjahreswert (2004: fast 364.000) herangekommen; die Bausparsumme des Bruttoneugeschäfts lag bei EUR 9,2 Mrd. (2004: EUR 9,7 Mrd.) und damit 5,10 % vom Vorjahreswert entfernt.
- (53) Das eingelöste Neugeschäft ging von 376.700 Stück in 2004 auf 310.000 Verträge im Jahr 2005 und damit um 17,70 % zurück. Die Bausparsumme belief sich in 2005 auf EUR 7,8 Mrd. im Vergleich zu EUR 9,1 Mrd. im Vorjahr, was einen Rückgang von rund 15 % bedeutet. Die durchschnittliche Bausparsumme erhöhte sich mit EUR 25.000 gegenüber dem Jahr 2004 (EUR 24.300) leicht.
- (54) Der Gesamtvertragsbestand konnte im Jahr 2005 nahezu auf dem Vorjahresniveau gehalten werden. Der Bestand an Bausparverträgen belief sich am Jahresende auf 3,6 Mio. Verträge mit Bausparsummen von insgesamt EUR 81,2 Mrd. (2004: EUR 82,0 Mrd., verteilt auf 3,7 Mio. Verträge); der hiervon noch nicht eingelöste Bestand lag im Jahr 2005 bei 112.000 Verträgen über eine Summe von EUR 3,5 Mrd.
- (55) Der zugeteilte Bestand sank im Jahr 2005 auf 580.000 Verträge, was einem Minus von 12,7 % entspricht, bzw. in der Bausparsumme auf EUR 13,5 Mrd., was ein Minus von rund 11 % darstellt.
- (56) Der nicht zugeteilte Vertragsbestand betrug am Ende des Jahres 2005 2,9 Mio. Verträge mit einer Bausparsumme von EUR 64,1 Mrd.; letztere liegt damit um 1,5 % über dem Vorjahreswert (2004: EUR 63,1 Mrd.; 2,92 Mio. Verträge). Im nicht zugeteilten Vertragsbestand sind rund 350.000 Verträge (2004: 310.000 Verträge) von Bausparern enthalten, die zunächst auf die Zuteilung verzichtet haben, die ihren Zuteilungsanspruch aber jederzeit wieder geltend machen können.

⁶ Zahlen nach HGB.

- (57) Der Bruttoüberschuss der Zuteilungsmasse stieg gegenüber dem Vorjahr 2004 im Jahr 2005 um EUR 0,9 Mrd. auf insgesamt EUR 11,3 Mrd.
- (58) Das Spar- und Tilgungsaufkommen zuzüglich der Kunden für ihre Bauspareinlagen gut geschriebenen Zinsen lag im Jahr 2005 mit mehr als EUR 4,3 Mrd. rund 9 % unter dem Niveau des Vorjahres (EUR 4,8 Mrd.). Die Tilgungsbeträge gingen nur geringfügig auf EUR 1,35 Mrd. (2004: EUR 1,4 Mrd.) zurück; die Sparzahlungen jedoch verringerten sich gegenüber dem Vorjahr um 13 % auf EUR 2,6 Mrd. Vergütet wurden in 2005 EUR 370 Mio. an ersparten Zinsen gegenüber den Bausparern.
- (59) In 2005 wurden 216.672 Verträge an die Kunden der BSW zugeteilt mit einer Bausparsumme in Höhe von EUR 3,9 Mrd. gegenüber EUR 4,2 Mrd., verteilt auf 230.036 Verträge, im Vorjahr 2004. In 2005 haben Bausparer von den EUR 3,9 Mrd. die Zuteilung mit Bausparsummen von EUR 3,2 Mrd. angenommen, wobei EUR 1,7 Mrd. der Zuteilungsmittel zur Ablösung bereits zu einem früheren Zeitpunkt valutierter Zwischenfinanzierungskredite dienen. Neue Zwischenkredite und sonstige Bau Darlehen wurden im Jahr 2005 in Höhe von mehr als EUR 1,9 Mrd. ausbezahlt. Die Auszahlungen zur Wohnungsfinanzierung sanken – bedingt durch die schwache Baukonjunktur und den erneuten Nachfragerückgang nach privaten Wohnungsbaufinanzierungen - im Vergleich zum Vorjahr um EUR 0,8 Mrd. und wurden in Höhe von fast EUR 3,4 Mrd. vorgenommen.
- (60) Der Bestand an Bauspareinlagen erhöhte sich im Jahr 2005 auf EUR 14,5 Mrd. Den Sparleistungen von EUR 2,6 Mrd. und Sparzinsen in Höhe von EUR 0,4 Mrd. standen Auszahlungen von Bauspareinlagen aus Zuteilungen in Höhe von EUR 2,2 Mrd. und Kündigungsrückzahlungen in Höhe von EUR 0,3 Mrd. gegenüber.
- (61) Die Ertragslage 2005 wurde zu einem großen Teil durch das anhaltend niedrige Zinsniveau am Kapitalmarkt beeinflusst; ferner wirkten sich die erforderlichen Erhöhungen der Rückstellungen für Zinsbonusverpflichtungen und Rückerstattungen von Abschlussgebühren bei Darlehensverzicht auf das Ergebnis aus. Diese Zinsbonusaufwendungen betreffen zum überwiegenden Teil Bausparverträge, die bis Ende der neunziger Jahre abgeschlossen wurden. Die attraktive Verzinsung dieser Bausparguthaben führte zu einer längeren Verweildauer der Bausparguthaben. Das hat dazu beigetragen, dass die Bausparguthaben trotz Zuteilung deutlich länger nicht abgerufen wurden. Die entlastende Wirkung durch die in den letzten Jahren eingeführten Bau-spartarife mit niedriger Verzinsung macht sich erst im Zeitverlauf bemerkbar.

(62) Der Zinsüberschuss konnte jedoch gleichwohl gegenüber dem Vorjahreswert um EUR 12 Mio. auf EUR 333 Mio. gesteigert werden. Daneben konnte dank strikter Kostendisziplin eine weitere Reduzierung der Verwaltungskosten erreicht werden. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit betrug im Jahr 2005 EUR 19,3 Mio. und lag damit um EUR 6,7 Mio. unter dem Vergleichswert des Vorjahres. Der Jahresüberschuss lag in 2005 bei EUR 29,2 Mio. und damit um EUR 13,8 Mio. höher als in 2004 (dort: EUR 15,4 Mio.).

b) Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation im Geschäftsjahr 2006⁷

(63) Im Geschäftsjahr 2006 wurden knapp 303.000 Bausparverträge abgeschlossen; die Bausparsumme des Bruttoneugeschäfts belief sich auf rund EUR 8 Mrd., so dass der Vorjahreswert sowohl in der Summe als auch in der Anzahl um rund 13 % unterschritten wurde.

(64) Das eingelöste Neugeschäft verteilte sich auf knapp 294.000 Verträge, was einem Rückgang um rund 5 % gegenüber 2005 entspricht. Die Bausparsumme lag bei mehr als EUR 7,3 Mrd., was ebenfalls einem Rückgang von rund 5 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Die durchschnittliche Bausparsumme blieb mit knapp EUR 25.000 gegenüber 2005 nahezu unverändert.

(65) Der Gesamtvertragsbestand lag am Jahresende 2006 mit etwas mehr als 3.300.000 Verträgen mit Bausparsummen von EUR 77,4 Mrd. um knapp 8,3 % in der Anzahl bzw. knapp 5 % in der Summe unter dem Vergleichswert des Vorjahres. Der noch nicht eingelöste Bestand lag bei rund 3 %.

(66) Beim zugewiesenen Vertragsbestand war 2006 ein Minus in der Anzahl von 11,4 % auf 514.000 Verträge und in der Bausparsumme von 8,7 % auf EUR 12,4 Mrd. zu verzeichnen.

(67) Der nicht zugewiesene Vertragsbestand betrug am Ende des Jahres 2006 etwas mehr als 2,7 Mrd. Verträge mit einer Bausparsumme von EUR 62,0 Mrd., was in der Summe einem Rückgang von 3,3 % gegenüber dem Vorjahreswert in 2005 entspricht. Der nicht zugewiesene Vertragsbestand schließt rund 367.000 Verträge von Bausparern ein, die zunächst auf die Zuteilung verzichtet haben, die ihren Zuteilungsanspruch aber jederzeit wieder geltend machen können.

⁷ Zahlen nach HGB.

- (68) Der Bruttoüberschuss der Zuteilungsmasse blieb mit EUR 11,3 Mrd. gegenüber dem Vorjahreswert konstant.
- (69) Was das Spar- und Tilgungsaufkommen anbelangt, so lagen die Spar- und Tilgungsleistungen zzgl. der den Kunden für Bauspareinlagen gutgeschriebenen Zinsen um rund 11 % unter dem Niveau des Vorjahres und beliefen sich auf nahezu EUR 3,9 Mrd. Sowohl die Tilgungsbeiträge gingen aufgrund der Bestandsentwicklung der letzten Jahre mit EUR 1,18 Mrd. zurück als auch die Sparzahlungen, die sich gegenüber dem Vorjahr um 11,3 % auf EUR 2,3 Mrd. verschlechterten.
- (70) Zuteilungen aus Bausparverträgen erhöhten sich im Jahr 2006 auf mehr als EUR 4,2 Mrd. Dies bedeutet eine Steigerung um 9,0 % gegenüber 2005. Rund die Hälfte der Zuteilungsmittel wurde für die Ablösung bereits zu einem früheren Zeitpunkt valutierter Zwischenfinanzierungskredite verwendet und an die Kunden ausbezahlt. Neue Zwischenkredite und sonstige Baudarlehen wurden in einer Höhe von mehr als EUR 1,4 Mrd. ausbezahlt. Die effektiven Auszahlungen beliefen sich damit in 2006 auf etwas mehr als EUR 3,1 Mrd.
- (71) Zum 31. Dezember 2006 betrug der Bestand an Bauspareinlagen EUR 14,5 Mrd., was gegenüber dem Vorjahr nur einen Rückgang um EUR 0,1 Mrd. bedeutet. Den gegenüber dem Vorjahr niedrigeren Sparleistungen in Höhe von EUR 2,3 Mrd. (2005: EUR 2,6 Mrd.) und gleich gebliebenen Sparzinsen in Höhe von EUR 0,4 Mrd. standen Auszahlungen von Bauspareinlagen aus Zuteilungen in Höhe von EUR 2,5 Mrd. (2005: EUR 2,2 Mrd.) und Kündigungsrückzahlungen in Höhe von EUR 0,3 Mrd. gegenüber.
- (72) Die Ertragslage der BSW im Jahr 2006 war stark durch die erforderlichen Erhöhungen der Rückstellungen für Zinsbonusverpflichtungen und Rückerstattungen von Abschlussgebühren bei Darlehensverzicht belastet.
- (73) Im außerordentlichen Ergebnis sind die Restrukturierungsaufwendungen ausgewiesen, die im Rahmen der Maßnahmenprogramme "Wüstenrot 2009" und "SPRING" entstehen.

(74) Hintergrund hierfür ist, dass die W&W im Frühjahr 2006 konzernweit das Maßnahmenprogramm "W&W 2009" aufgelegt hat. Das Programm dient der Verbesserung der Rentabilität der Finanzdienstleistungsgruppe der W&W sowie der Stärkung der Position der Einzelunternehmen am Markt. Dieses Zukunftsprogramm beinhaltet drei Projektstränge:

- Der erste Strang besteht aus dem konzernübergreifenden Vertriebsprojekt "SPRING". Es soll zu einem Turn-around im Vertrieb und zur Fokussierung auf rentables und qualitatives Wachstum führen.
- Zweitens wird in dem Konzernprojekt "W&W 2009" die strategische Entwicklung der gesamten W&W-Gruppe vorangetrieben.
- Und drittens haben die Einzelunternehmen BSW und WBP ihr eigenes Effizienzsteigerungsprogramm "Wüstenrot 2009" im Berichtsjahr konsequent fortgeführt (vgl. dazu auch unten Rz. (80) f.).

Allen drei Projekten gemeinsam sind folgende Kernziele:

- Wachstum – zur langfristigen Sicherung der Arbeitsplätze;
- Effizienz – für Schlagkraft im Wettbewerb und attraktive Produkte; sowie
- Rentabilität – zur Sicherung der Unabhängigkeit und Investitionskraft.

c) Lage im laufenden Geschäftsjahr 2007⁸

(75) Bereinigt um Sondereffekte im Vorjahr – das Vorziehen von Bausparneugeschäft vor der Tarifumstellung im April 2006 und dem Wegfall der Postbankproduktion – bewegt sich die BSW mit der Bausparproduktion 2007 etwa auf Branchenniveau. Diese verzeichnete im ersten Quartal 2007 ein Minus im Brutto-Bausparneugeschäft von 13,2 % in der Stückzahl und von 12,3 % in der Bausparsumme.

(76) Für 2007 rechnet die BSW im Bereich Bausparen insgesamt mit einem leichten Wachstum bei den Bauspardarlehen. Gleiches gilt für den Bereich der Zwischenkredi-

⁸ Zahlen nach HGB.

te. Auf der Passivseite geht die BSW bei den Bauspareinlagen von einer Stabilisierung in 2007 aus.

- (77) Es ist angestrebt, das Volumen des Bruttoneugeschäfts auf EUR 9,5 Mrd. zu steigern. Das eingelöste Neugeschäft soll auf rund EUR 8,3 Mrd. verbessert werden. Dies soll durch die bereits gestartete Neuausrichtung der Vertriebsstruktur, verbunden mit einem angestrebten Ausbau des mobilen Außendienstes der Bausparkasse der BSW erreicht werden. Ferner ist geplant, den Kreis der Kooperationspartner auszubauen.
- (78) Die BSW erwartet für das Jahr 2007 ein gegenüber 2006 steigendes Neugeschäft bei nahezu unverändertem Bilanzvolumen. Nach Wegfall der Sondereinflüsse des Vorjahres und auf Grund der eingeleiteten Maßnahmen zur Neuausrichtung der Vertriebsstruktur rechnet die BSW insgesamt für das Jahr 2007 mit einem deutlich verbesserten Ergebnis im zweistelligen Millionenbereich. Dies sollte es der Bausparkasse ermöglichen, für 2007 wieder eine Dividende auszuschütten.

IX. Mitarbeiter und Mitbestimmung

- (79) Zum Ende des Geschäftsjahres 2006 beschäftigte die BSW 3.202 Mitarbeiter, die allesamt im Innendienst tätig sind. Daneben sind rund 3.200 hauptberufliche, selbständige Partner im Außendienst der BSW beschäftigt.
- (80) Mit dem im Frühjahr 2006 aufgelegten Zukunftsprogramms "Wüstenrot 2009" (vgl. dazu auch oben Rz. (74)), das insbesondere einer deutlichen Steigerung der Effizienz dient, um wieder Anschluss an den Wettbewerb zu finden, geht – wie ebenfalls 2006 angekündigt – die unvermeidliche Streichung von 1.000 Stellen bei BSW und WBP einher. Nach intensiven Verhandlungen zwischen Vorständen und Betriebsräten ist eine Einigung erzielt worden, den Stellenabbau ohne betriebsbedingte Beendigungskündigungen durchzuführen und gleichzeitig die plangemäße Umsetzung von "Wüstenrot 2009" sicherzustellen. Diese Einigung wurde insbesondere dadurch ermöglicht, dass das Angebot zum freiwilligen Personalabbau in großem Umfang angenommen wurde.
- (81) Zu den Elementen der Einigung zählt, dass Beschäftigte der BSW und der WBP ein verlängertes Vorruhestandsangebot erhalten, das auf mehr als fünf Jahre verteilt werden kann. Altersteilzeitverträge können zudem in Vorruhestand umgewandelt werden. Das ist insbesondere für die rund 400 Beschäftigten in den 15 dezentralen Bearbeitungsstellen von Interesse, da diese Bearbeitungsstellen im Zuge der Zentralisierung der Kreditbearbeitungs-Tätigkeiten geschlossen werden. Ferner ist die Schaffung des dezentralen Bereichs "Mobile Vertriebsun-

terstützung" vereinbart worden. Für interessierte und geeignete Mitarbeiter aus dezentralen Bearbeitungsstellen besteht hier eine Möglichkeit für eine weitere Tätigkeit. Verbleibenden Mitarbeitern in den dezentralen Bearbeitungsstellen wird zudem angeboten, in die zentrale Kreditabwicklung nach Ludwigsburg zu wechseln. Alternativ gibt es für alle Betroffenen ein Abfindungsangebot.

- (82) Der Aufsichtsrat der BSW besteht aus zwölf Mitgliedern und setzt sich paritätisch nach Maßgabe der Bestimmungen des Mitbestimmungsgesetzes 1976 zusammen (vgl. auch oben Rz. (26)).
- (83) Bei der BSW besteht ein Gesamtbetriebsrat und ein Betriebsrat in der Hauptverwaltung in Ludwigsburg. Darüber hinaus gibt es – entsprechend den Beschäftigtenzahlen – nach den gesetzlichen Bestimmungen gewählte örtliche Betriebsräte in den Filialen. Es besteht ein Sprecherausschuss der leitenden Angestellten, ein Wirtschaftsausschuss gemäß § 106 BetrVG, eine Jugendauszubildendenvertretung und eine Schwerbehindertenvertretung.
- (84) Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die W&W hat für die Arbeitnehmer der BSW keine Folgen. Da sich lediglich die Aktionärsstruktur der BSW ändert, liegt kein Betriebsübergang gemäß § 613a BGB vor. Die Übertragung der Aktien berührt weder den Status der BSW als Arbeitgeber noch den Inhalt der Arbeitsverhältnisse. Auch die betriebliche und unternehmerische Mitbestimmung besteht unverändert fort.

C.

Darstellung der Wüstenrot & Württembergische AG als Hauptaktionär

I. Überblick

- (85) Hauptaktionär der BSW ist die W&W. Die W&W ist aus der im Jahr 1999 durchgeführten Fusion der Wüstenrot-Gruppe und der Württembergische Versicherungsgruppe hervorgegangen. Sie ist – nach der Wüstenrot Holding AG, der eine reine Holdingfunktion zukommt – die Obergesellschaft der W&W-Gruppe.
- (86) Tochtergesellschaften der W&W, an denen sie unmittelbar oder mittelbar mehrheitlich beteiligt ist, sind neben der BSW unter anderem die WBP (Bereich Baufinanzierung), die WHS (Bereich Immobiliengeschäft), die W&W Asset Management GmbH (Bereich Kapitalanlage), die W&W Informatik GmbH (Bereich IT-Geschäft), die Württembergische Versicherung Aktiengesellschaft (Bereich Kompositversicherung), die Württembergische Krankenversicherung Aktiengesellschaft und die WürttLeben (Bereich Personenversicherung) sowie die in der Umsetzung befindliche Wüstenrot Vertrags-Holding Prag, in der sämtliche Beteiligung in Tschechien gebündelt werden.

II. Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand

- (87) Die W&W hat ihren Sitz in Stuttgart. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter HR B 20203 eingetragen. Ihr Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr. Gegenstand des Unternehmens ist insbesondere:
- die Leitung einer Gruppe von Unternehmen vornehmlich aus dem Bereich der Finanzdienstleistung, die insbesondere auf den Geschäftsfeldern des Bausparens, der Baufinanzierung, der Personenversicherung, der Schadenversicherung, der Rückversicherung, der Investmentprodukte, der Immobilien und des Privatkunden-Bankgeschäfts im In- und Ausland tätig sind;
 - die Gründung, der Erwerb und die Veräußerung von Unternehmen, insgesamt oder in Teilen, die in dem vorgenannten Bereich tätig sind;
 - der Betrieb der Rückversicherung in allen Zweigen im In- und Ausland; und

- der Erwerb und die Veräußerung von Wertpapieren, Grundstücken und sonstigen Vermögensgegenständen im Rahmen der Kapitalanlage.

III. Kapital und Aktionäre

- (88) Das Grundkapital der W&W beträgt EUR 451.001.045,88. Es ist eingeteilt in 86.243.084 Stückaktien. Sämtliche Aktien lauten auf den Namen.
- (89) Mehrheitsgesellschafter der W&W ist die Wüstenrot Holding AG mit derzeit⁹ rund 69,70 %. Weitere Aktionäre der W&W sind derzeit¹⁰ – nach den der W&W vorliegenden Informationen – die LBBW mit rund 9,90 % und die UniCredito Italiano S.p.A. mit rund 7,50 %. Die übrigen rund 12,90 % am Grundkapital der W&W befinden sich im Streubesitz (i. S. v. Ziffer 1.8 des Leitfadens zu den Aktienindizes der Deutschen Börse); jedenfalls ist der W&W nichts Gegenteiliges bekannt. Die Aktien der W&W sind zum amtlichen Handel an den Börsen Stuttgart und Frankfurt am Main zugelassen (Namensaktien: WKN 805100, ISIN DE 0008051004). Daneben werden die Aktien der W&W über das Handelssystem Xetra gehandelt und sind in den Freiverkehr an den Börsen Berlin und Düsseldorf einbezogen.

IV. Organe und Vertretung

1. Vorstand

- (90) Dem Vorstand der W&W gehören derzeit die folgenden vier Mitglieder an:
- Herr Dr. Alexander Erdland, Vorsitzender
 - Herr Dr. Edmund Schwake, Stellvertretender Vorsitzender
 - Herr Klaus Peter Frohmüller
 - Herr Dr. Bernhard Schareck
- (91) Gemäß § 6 Abs. 3 der Satzung der W&W¹¹ wird die Gesellschaft durch zwei Mitglieder des Vorstandes oder durch ein Mitglied des Vorstandes gemeinschaftlich mit einem Prokuristen gesetzlich vertreten.

⁹ Stand 31. Mai 2007.

¹⁰ Stand 31. Mai 2007.

¹¹ Verweise in diesem Bericht auf die Satzung der W&W beziehen sich auf die Satzung in der Fassung mit den von der Hauptversammlung der W&W am 14. Juni 2006 beschlossenen Änderungen. Die Satzungs-

- (92) Die Mitglieder des Vorstands der W&W üben keine Vorstands- oder Geschäftsführungsaufgaben in anderen – zum W&W-Konzern gehörenden oder externen – Unternehmen aus.

2. Aufsichtsrat

- (93) Der Aufsichtsrat setzt sich gemäß § 8 Abs. 1 der Satzung aus 16 Mitgliedern zusammen. Er ist gemäß den Vorschriften des Mitbestimmungsgesetzes 1976 paritätisch mit acht Anteilseigner- und acht Arbeitnehmervertretern besetzt:

- Hans Dietmar Sauer, Vorsitzender
- Rolf Henrich, Stellvertretender Vorsitzender (Arbeitnehmervertreter)
- Jürgen Böhme (Arbeitnehmervertreter)
- Christian Brand
- Hans-Peter Braun (Arbeitnehmervertreter)
- Wolfgang Dahlen (Arbeitnehmervertreter)
- Gunter Ernst
- Dr. Reiner Hagemann
- Ulrich Ruetz
- Helmut Schieber
- Joachim E. Schielke
- Walter Specht (Arbeitnehmervertreter)
- Bernd Steuer (Arbeitnehmervertreter)
- Prof. Dr. Adolf Wagner
- Frank Weber (Arbeitnehmervertreter)
- Christian Zahn (Arbeitnehmervertreter)

V. Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der Wüstenrot & Württembergische Aktiengesellschaft

- (94) Der Konzernabschluss der W&W ist ein Teilkonzernabschluss, in den die BSW einbezogen ist. Der Teilkonzern der W&W wird wiederum in den Konzernabschluss der Wüstenrot Holding AG, Ludwigsburg, einbezogen.

änderungen, die der Hauptversammlung der W&W am 28. Juni 2007 zur Beschlussfassung vorgeschlagen worden sind, sind nicht berücksichtigt.

- (95) Nachstehend sind einige betriebswirtschaftliche Kennziffern der W&W für die Geschäftsjahre 2004, 2005 und 2006 tabellarisch zusammengefasst:

Kennzahl	2004	2005	2006
W&W (Teilkonzernabschluss nach IFRS)			
Bilanzsumme	55.467 Mio. EUR	71.150 Mio. EUR	70.114 Mio. EUR
Jahresüberschuss	79,2 Mio. EUR	59,4 Mio. EUR	44,5 Mio. EUR
Eigenkapital	2.357 Mio. EUR	2.318 Mio. EUR	2.306 Mio. EUR
Ergebnis je Aktie	0,88 EUR	0,59 EUR	0,41 EUR

Kennzahl	2004	2005	2006
W&W (Einzelabschluss nach HGB)			
Bilanzsumme	3.282 Mio. EUR	2.993 Mio. EUR	3.007 Mio. EUR
Jahresüberschuss	33,7 Mio. EUR	93,5 Mio. EUR	10,7 Mio. EUR
Eigenkapital	1.413 Mio. EUR	1.472 Mio. EUR	1.440 Mio. EUR
Dividende je Aktie	0,40 EUR	0,50 EUR	0,0 ¹² EUR

VI. Mitarbeiter und Mitbestimmung

- (96) Der Aufsichtsrat der W&W besteht aus sechzehn Mitgliedern und setzt sich paritätisch nach Maßgabe der Bestimmungen des Mitbestimmungsgesetzes 1976 zusammen (vgl. dazu auch oben Rz. (93)).
- (97) Die W&W hat zum Stichtag 31. Dezember 2006 141 Mitarbeiter in den Konzernstabsabteilungen beschäftigt. Im gesamten Konzern waren zum gleichen Stichtag 11.934 Mitarbeiter tätig, davon 600 in einem Ausbildungsverhältnis. Bei der W&W besteht ein Betriebsrat, ein Sprecherausschuss der leitenden Angestellten und ein Wirtschaftsausschuss gemäß § 106 BetrVG. Der Betriebsrat der W&W besteht aus sieben Mitgliedern, der Wirtschaftsausschuss aus fünf ordentlichen Mitgliedern und zwei Ersatzmitgliedern.

¹² Gemäß Gewinnverwendungsvorschlag von Vorstand und Aufsichtsrat der W&W für die auf den 28. Juni 2007 einberufene Hauptversammlung der W&W.

D. Gründe für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre

- (98) Gemäß §§ 327a ff. AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen des Hauptaktionärs beschließen, die Aktien der übrigen Aktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung zu übertragen. Die W&W möchte von dieser gesetzlich ausdrücklich vorgesehenen Möglichkeit insbesondere aus den folgenden Gründen Gebrauch machen.

I. Erhöhte Flexibilität

- (99) Nach Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär können Beschlüsse der Hauptversammlung der BSW kurzfristig und ohne die für eine Hauptversammlung mit einer Vielzahl von Aktionären aufwendigeren Vorbereitungen herbeigeführt werden. Hierdurch können Organisations- und Konzernumstrukturierungsmaßnahmen (wie z. B. Unternehmensverträge, Formwechsel, Verschmelzungen, Ausgliederungen) oder sonstige Maßnahmen, die eine Einbeziehung der Hauptversammlung erfordern, flexibel geplant und einfacher durchgeführt werden. Auf Änderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen kann schnell und unkompliziert reagiert werden. Auch personelle Änderungen in den Unternehmensorganen können ohne langwierigen Vorlauf umgesetzt werden.

II. Keine Interessenkonflikte

- (100) Die 100 %ige Zugehörigkeit der BSW zur W&W und zur W&W-Gruppe vermeidet auch mögliche Interessenkonflikte zwischen der W&W und der W&W-Gruppe einerseits und den Minderheitsaktionären der BSW andererseits. Die vermögensrechtlichen Interessen der Minderheitsaktionäre werden gemäß den gesetzlichen Vorgaben der §§ 327a ff. AktG umfassend gewahrt, indem diese eine angemessene Barabfindung erhalten.

III. Einsparung von Kosten

(101) Neben dem Gewinn an Flexibilität führt der Ausschluss der Minderheitsaktionäre auch zu erheblichen Kostenvorteilen für die BSW. So fallen die Kosten für die Einberufung und Durchführung der jährlichen ordentlichen Hauptversammlung der BSW künftig nahezu vollständig weg. Außer den Kosten für die Versendung von Unterlagen an Aktionäre und die Veranstaltung der Hauptversammlung als solcher betrifft dies insbesondere auch Kosten für die rechtliche Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung, sei es im Zusammenhang mit der Erstellung von Berichten an die Hauptversammlung oder mit der Aufbereitung der Information für Aktionärsfragen.

IV. Erhöhte Transaktionssicherheit

(102) Neben der größeren Flexibilität und der Kostenersparnis schafft der Ausschluss der Minderheitsaktionäre auch eine erhöhte Transaktionssicherheit. Das Risiko, dass sich Strukturmaßnahmen und Kapitalmaßnahmen insbesondere durch Anfechtungsklagen von Minderheitsaktionären verzögern, entfällt. Gerichtsverfahren oder verfahrensbeendende Vergleiche mit Minderheitsaktionären erfordern einen erheblichen personellen und finanziellen Aufwand. Durch die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär werden gerichtliche Auseinandersetzungen zwischen der BSW und den Minderheitsaktionären (Anfechtungsklagen, Auskunftserzwingungsverfahren, Spruchverfahren, etc.) insgesamt vermieden.

E. Voraussetzungen und Folgen des Übertragungsbeschlusses

I. Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre

1. Überblick über die gesetzlichen Regelungen

- (103) Gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Da die BSW nur Stückaktien ausgegeben hat, bestimmt sich der Anteil, den ein Aktionär am Grundkapital hält, nach der Zahl der Aktien (§ 327a Abs. 2 i. V. m. § 16 Abs. 2 Satz 1 AktG).
- (104) Der Hauptaktionär muss an den Vorstand der Gesellschaft das Verlangen richten, dass die Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt (§ 327a Abs. 1 Satz 1 AktG).
- (105) Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest. Die Barabfindung muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Der Hauptaktionär hat der Hauptversammlung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden. Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen auf Antrag des Hauptaktionärs vom Gericht ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer zu prüfen (§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG). Nach § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG hat der Prüfer über das Ergebnis seiner Prüfung einen schriftlichen Bericht zu erstatten.
- (106) Vor Einberufung der Hauptversammlung hat der Hauptaktionär dem Vorstand der Gesellschaft die Erklärung eines in der Bundesrepublik Deutschland zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs übernimmt, den Minderheitsaktionären

nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen Aktien zu zahlen (§ 327b Abs. 3 AktG).

- (107) In den Geschäftsräumen der BSW sind von der Einberufung der Hauptversammlung an der Entwurf des Übertragungsbeschlusses, die Jahresabschlüsse und die Lageberichte für die letzten drei Geschäftsjahre der BSW, dieser Übertragungsbericht sowie der gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG erstattete Bericht des vom Gericht ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfers zur Einsicht der Aktionäre auszulegen. Auf Verlangen ist jedem Aktionär unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen zu erteilen. Die zuvor genannten Unterlagen sind in der Hauptversammlung auszulegen.
- (108) Die Hauptversammlung der BSW hat über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung der angemessenen Barabfindung zu beschließen. Für diesen Übertragungsbeschluss ist die einfache Stimmenmehrheit ausreichend (§ 133 Abs. 1 AktG).
- (109) Nach der Beschlussfassung der Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär hat der Vorstand der Gesellschaft den Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das Handelsregister der BSW anzumelden (vgl. § 327e Abs. 1 Satz 1 AktG). Mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses gehen alle Aktien der Minderheitsaktionäre kraft Gesetzes auf den Hauptaktionär über (§ 327e Abs. 3 Satz 1 AktG). Im Gegenzug erhalten die Minderheitsaktionäre ihren Anspruch auf Zahlung der festgesetzten Barabfindung.

2. Kapitalbeteiligung der Wüstenrot & Württembergische AG an der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft in Höhe von 95 %

(110) Das Grundkapital der BSW beträgt EUR 171.016.306,49 und ist in 73.585.341 auf den Namen lautende Stückaktien eingeteilt.

a) Unmittelbare Beteiligung

(111) Der W&W gehören derzeit¹³ unmittelbar 66.198.582 Stückaktien der BSW. Dies stellt eine Beteiligung am Grundkapital der BSW in Höhe von rund 89,96 % dar.

¹³ Stand 31. Mai 2007.

- (112) Zum Nachweis der unmittelbaren Beteiligung der W&W ist als **Anlage 1** eine Bestätigung der WBP vom 1. Juni 2007 über die Anzahl der von der W&W seit dem 1. Januar 2006 jeweils ununterbrochen gehaltenen Aktien der BSW beigelegt.
- b) Mittelbare Beteiligung
- (113) Ferner hält die W&W mittelbar über die WürttLeben eine Beteiligung an der BSW in Höhe von 10 %. Der WürttLeben gehören derzeit¹⁴ 7.358.535 Stückaktien der BSW, was eine Beteiligung am Grundkapital der BSW in Höhe von 10 % darstellt. Nach § 327a Abs. 2 AktG gilt für die Feststellung, ob dem Hauptaktionär 95 % der Aktien gehören, § 16 Abs. 4 AktG. Nach § 16 Abs. 4 AktG gelten als Anteile, die einem Unternehmen – in diesem Fall der W&W – gehören, auch solche Anteile, die einem von ihm abhängigen Unternehmen gehören.
- (114) Bei der WürttLeben handelt es sich um ein von der W&W abhängiges Unternehmen im vorgenannten Sinne. Dies ergibt sich bereits aus dem Umstand, dass die W&W am Grundkapital der WürttLeben mit rund 72 % und damit mit der Mehrheit der Anteile beteiligt ist (§§ 16 Abs. 1, 17 Abs. 2 AktG).
- (115) Zum Nachweis der Beteiligung der WürttLeben sind Depotbestätigungen der Schwäbische Bank AG (**Anlage 2a**), der WBP (**Anlage 2b**) und der LBBW (**Anlage 2c**), jeweils datierend vom 1. Juni 2007 über die Anzahl der von der WürttLeben seit dem 1. Januar 2006 jeweils ununterbrochen gehaltenen Aktien der BSW beigelegt. Ferner ist zum Nachweis der Beteiligung der W&W an der WürttLeben als **Anlage 3** eine Bestätigung der WBP vom 1. Juni 2007 über die Anzahl der von der W&W an der WürttLeben seit dem 1. Januar 2006 ununterbrochen gehaltenen Aktien beigelegt.
- (116) Damit gehören der W&W Aktien der BSW in Höhe von rund 99,96 % des Grundkapitals der BSW, so dass die W&W Hauptaktionär der BSW i. S. v. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG ist.
- (117) Die verbleibenden BSW-Aktien werden von einer Vielzahl verschiedener Aktionäre gehalten; jedenfalls ist der W&W Gegenteiliges nicht bekannt.

¹⁴ Stand 31. Mai 2007.

3. Verlangen der Wüstenrot & Württembergische AG gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG

- (118) Die W&W hat mit – als **Anlage 4a** beigefügtem – Schreiben vom 4. August 2006 gemäß § 327a Abs. 1 AktG dem Vorstand der BSW das Verlangen übermittelt, dass eine für das Jahr 2006 einzuberufende Hauptversammlung der BSW die Übertragung der Aktien aller übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf die W&W beschließt. Aufgrund der erforderlich gewordenen Berichtigung der Jahresabschlüsse 2004 und 2005 und der deshalb durchzuführenden Nachtragsprüfung (vgl. oben Rz. (48) ff.) wurde entschieden, die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre entgegen dem Verlangen nicht mehr in 2006 durchzuführen.
- (119) Vielmehr ist besprochen worden, dass die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre nach Feststellung der berichtigten Jahresabschlüsse 2004 und 2005 in 2007 durchgeführt wird. Vor diesem Hintergrund hat die W&W mit – als **Anlage 4b** beigefügtem – Schreiben vom 26. Februar 2007 gegenüber dem Vorstand der BSW ihr Verlangen nach §§ 327 a, 122 Abs. 1 und 2 AktG vom 4. August 2006 bestätigt und verlangt, die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Tagesordnung einer ordentlichen oder außerordentlichen Hauptversammlung in 2007 zu nehmen, die – wegen der erforderlichen Vorarbeiten – jedoch frühestens im Juni 2007 stattfinden soll.
- (120) Mit Schreiben vom heutigen Tag – beigefügt als **Anlage 4c** – hat die W&W ihr Übertragungsverlangen dahin konkretisiert, dass sie als Barabfindung einen Betrag von EUR 24,00 je Stückaktie der BSW festgelegt hat.

4. Festlegung der Barabfindung

- (121) Die W&W als Hauptaktionär hat die Höhe der für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre zu gewährenden Barabfindung wie folgt festgelegt: Die Barabfindung beträgt EUR 24,00 je auf den Inhaber lautender Stückaktie der BSW. Die Angemessenheit der Barabfindung wird in Teil F. (Rz. (165) ff.) erläutert und begründet.

5. Übertragungsbericht der W&W

- (122) Mit dem vorliegenden Bericht erstattet die W&W als Hauptaktionär den Übertragungsbericht gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG. In diesem Bericht werden insbesondere – wie gesetzlich vorgesehen – die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet.

6. Prüfung der Barabfindung

(123) Als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung hat das Landgericht Stuttgart auf Antrag der W&W vom 28. August 2006 Ebner Stolz ausgewählt und durch Beschluss vom 12. September 2006 bestellt. Ebner Stolz wird über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung nach Maßgabe des § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i. V. m. § 293e AktG gesondert Bericht erstatten.

7. Gewährleistung eines Kreditinstituts gemäß § 327b Abs. 3 AktG

(124) Die W&W hat dem Vorstand der BSW mit Schreiben vom heutigen Tag, das als Anlage 4c beigelegt ist, die gesetzlich geforderte Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts übermittelt. Die LBBW hat am 4. Juni 2007 – nach Festlegung der Barabfindung durch den Hauptaktionär – eine Bankgarantie für die Erfüllung der Verpflichtung der W&W übernommen, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen. Diese Bankgarantie gibt den Minderheitsaktionären einen unmittelbaren Anspruch auf Zahlung der Barabfindung gegen die LBBW. Die Erklärung ist diesem Bericht in Kopie als Anlage 5 beigelegt.

8. Auslage und Versendung von Unterlagen zur Vorbereitung der Hauptversammlung

(125) Von der Einberufung der Hauptversammlung an werden der Entwurf des Übertragungsbeschlusses, die Jahresabschlüsse und Lageberichte der BSW für die Geschäftsjahre 2004, 2005 und 2006, dieser Übertragungsbericht (der Bericht des Hauptaktionärs W&W gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG), das Übertragungsverlangen der W&W vom 4. August 2006 und das konkretisierte Übertragungsverlangen der W&W vom 27. Februar 2007, die Gewährleistungserklärung der LBBW vom 4. Juni 2007 und der gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG erstattete Prüfungsbericht über die Angemessenheit der Barabfindung des vom Landgericht Stuttgart bestellten sachverständigen Prüfers Ebner Stolz in den Geschäftsräumen der BSW zur Einsicht der Aktionäre ausliegen. Auf Verlangen wird jedem Aktionär unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen erteilt. Die Unterlagen werden auch in der Hauptversammlung am 17. Juli 2007 ausliegen.

(126) Darüber hinaus werden die Unterlagen von der Einberufung der Hauptversammlung an auch im Internet unter www.wuestenrot.de zur Einsicht und zum kostenlosen Download bereitgestellt werden.

9. Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung der BSW

(127) Die außerordentliche Hauptversammlung der BSW am 17. Juli 2007 soll die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär W&W beschließen:

(128) Der Entwurf für den Hauptversammlungsbeschluss lautet wie folgt:

"Die auf den Namen lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft mit Sitz in Ludwigsburg werden gemäß §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer von dem Hauptaktionär, der Wüstenrot & Württembergische AG mit Sitz in Stuttgart, zu zahlenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 24,00 je auf den Namen lautender Stückaktie auf den Hauptaktionär übertragen."

(129) Der Beschluss der Hauptversammlung zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär bedarf der einfachen Stimmenmehrheit. Bei der Beschlussfassung ist der Hauptaktionär stimmberechtigt; ein Stimmrechtsausschluss besteht nach den aktienrechtlichen Vorschriften nicht.

10. Eintragung in das Handelsregister

(130) Nach der Beschlussfassung der Hauptversammlung der BSW über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die W&W als Hauptaktionär hat der Vorstand der BSW den Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das zuständige Handelsregister anzumelden. Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister wird der Ausschluss der Minderheitsaktionäre wirksam (näher dazu sogleich in Rz. (131) f.).

II. Auswirkungen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre

1. Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses

(131) Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen gemäß § 327e Abs. 3 Satz 2 AktG alle Aktien der Minderheitsaktionäre der BSW kraft Gesetzes auf die W&W als Hauptaktionär über. Die Minderheitsaktionäre verlieren mithin kraft Gesetzes ihre Rechtsstellung als Aktionär. Gesonderte Verfügungsgeschäfte sind weder notwendig noch

möglich. Die Minderheitsaktionäre erhalten im Gegenzug den Anspruch auf Zahlung der angemessenen Barabfindung durch die W&W, der ebenfalls mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister entsteht.

- (132) Die W&W erwirbt auf diese Weise alle Mitgliedschaftsrechte aus den Aktien der Minderheitsaktionäre, die zwingend mit der Stellung als Aktionär verbunden sind. Dies betrifft insbesondere die Vermögensrechte und die im Zusammenhang mit der Hauptversammlung bestehenden Verwaltungsrechte (Teilnahme-, Stimm-, Rede- und Fragerecht; zu den Auswirkungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf das im Zusammenhang mit der zum 1. Januar 2001 erfolgten Verschmelzung der Leonberger auf die BSW anhängige Spruchverfahren vgl. unten Rz. (139) ff.).
- (133) Nach dem Übergang der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die W&W verkörpert die bei der Clearstream Banking AG, Frankfurt am Main, hinterlegte Globalurkunde, soweit sie im Miteigentum der bisherigen Minderheitsaktionäre steht, gemäß § 327c Abs. 3 Satz 2 AktG nicht mehr das Mitgliedschaftsrecht, sondern ausschließlich den Anspruch der bisherigen Minderheitsaktionäre gegen die W&W auf Zahlung der angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 24,00 je Stückaktie.
- (134) Diese Änderung der verkörperten Rechte tritt kraft Gesetzes ein. Nachträgliche Eintragungen auf den Aktienurkunden sind dafür nicht erforderlich.

2. Erwerb eines Anspruchs auf angemessene Barabfindung

- (135) Mit dem Übergang der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die W&W entsteht der Barabfindungsanspruch der Minderheitsaktionäre gegen die W&W. Jeder Minderheitsaktionär der BSW erhält für je eine Stückaktie der BSW einen Betrag von EUR 24,00.
- (136) Die Barabfindung ist gemäß § 327b Abs. 2 AktG von der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister an mit jährlich zwei Prozentpunkten über dem jeweiligen von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Basiszinssatz zu verzinsen; die Aktionäre können bei nicht rechtzeitiger Zahlung weitere etwaige Schäden gegenüber der W&W geltend machen (§ 327b Abs. 2, letzter Halbs. AktG). Das Registergericht wird die Eintragung gemäß § 10 HGB bekannt machen.

3. Zahlung der Barabfindung

- (137) Die BSW hat keine Einzelurkunden ausgegeben. Ihr Grundkapital ist ausschließlich in einer Globalurkunde verbrieft. Diese Urkunde ist bei der Clearstream Banking AG, Frankfurt am Main, hinterlegt. Aufgrund der Globalverbriefung und Girosammelverwahrung der Aktien ist von den Aktionären insoweit nichts zu veranlassen. Die Zahlung der Barabfindung an die Aktionäre erfolgt unverzüglich nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das zuständige Handelsregister durch Überweisung auf das Konto des jeweiligen Aktionärs bei der depotführenden Bank Zug um Zug gegen Ausbuchung der Aktien.
- (138) Mit der Abwicklung der auszahlenden Barabfindung hat die W&W die LBBW beauftragt. Weitere Einzelheiten der Abwicklung werden den Aktionären unmittelbar nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gesondert bekannt gegeben. Die Abwicklung erfolgt für die Aktionäre kosten- und spesenfrei.

4. Auswirkungen auf laufendes Spruchverfahren

- (139) Im Zusammenhang mit der zum 1. Januar 2001 erfolgten Verschmelzung der Leonberger auf die BSW ist ein Spruchverfahren zur Überprüfung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses bzw. zur Bestimmung einer baren Zuzahlung an die Aktionäre der früheren Leonberger eingeleitet worden. Das Spruchverfahren ist noch anhängig. Im erstinstanzlichen Verfahren hat sich das Landgericht Stuttgart in seinem Beschluss vom 24. November 2006 auf das gerichtlich eingeholte Gutachten gestützt und ausgeführt, dass sich die vom Gutachter festgestellte Abweichung von dem vereinbarten Umtauschverhältnis mit einer Größenordnung von allenfalls 3 % in einem Bereich bewege, in dem nicht feststellbar sei, dass das vertraglich vereinbarte Umtauschverhältnis als unangemessen angesehen werden könne. Gegen die Entscheidung des Landgerichts ist sofortige Beschwerde zum Oberlandesgericht Stuttgart eingelegt worden (Az.: 20 W 20/06); eine Entscheidung des Oberlandesgerichts steht noch aus.
- (140) Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre hat keine Auswirkungen auf das laufende Spruchverfahren. Die Antragsteller im Spruchverfahren verlieren infolge der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der BSW zwar ihre Aktionärsstellung. Ihre verfahrensrechtliche Stellung im Spruchverfahren endet dadurch hingegen nicht. Sie bleibt vielmehr von der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre unberührt. Auch die materielle Anspruchsberechtigung auf Zahlung einer ggf. in dem Spruchverfahren bestimmten baren Zuzahlung durch die BSW ändert sich infolge der Übertragung der

Aktien der Minderheitsaktionäre bzw. der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister der BSW nicht.

- (141) Die Aktionäre, die mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der BSW ihre Aktionärsstellung verlieren, sind durch das laufende Spruchverfahren nicht gehindert, von ihrem Recht Gebrauch zu machen, die von der W&W als Hauptaktionär festgesetzte Barabfindung in einem weiteren Spruchverfahren auf ihre Angemessenheit überprüfen zu lassen (vgl. dazu unten Rz. (173)). Ein solches Spruchverfahren würde neben das laufende Spruchverfahren treten.
- (142) Eine im laufenden Spruchverfahren ggf. bestimmte bare Zuzahlung würde nicht auf die im Rahmen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von der W&W festgesetzte oder gerichtlich in einem Spruchverfahren bestimmte Barabfindung angerechnet werden. Umgekehrt erfolgt auch keine Anrechnung der im Rahmen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von der W&W festgesetzten oder gerichtlich in einem Spruchverfahren bestimmten Barabfindung auf eine ggf. im laufenden Spruchverfahren gerichtlich bestimmte bare Zuzahlung.

5. Steuerliche Auswirkungen für die Aktionäre in Deutschland

- (143) Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die W&W gegen Barabfindung hat steuerliche Folgen. Die nachfolgenden Ausführungen enthalten eine kurze Zusammenfassung einiger wichtiger deutscher Besteuerungsgrundsätze, die beim Übergang der Aktien auf den Hauptaktionär für in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtige Minderheitsaktionäre relevant sein können.
- (144) Steuerliche Auswirkungen für in Deutschland nicht unbeschränkt steuerpflichtige Aktionäre hängen unter anderem von dem nationalen Steuerrecht des Ansässigkeitsstaates des jeweiligen Aktionärs sowie von den Regelungen eines etwa bestehenden Abkommens zur Vermeidung der Doppelbesteuerung ab und können hier nicht berücksichtigt werden.
- (145) Die Darstellung bezieht sich grundsätzlich nur auf die in Deutschland anfallende Körperschaftsteuer, Einkommensteuer und Gewerbesteuer und behandelt nur einige Aspekte dieser Steuerarten. Ferner wird nur die im Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Berichts geltende Rechtslage zu Grunde gelegt (vgl. aber die Hinweise auf die Unternehmenssteuerreform unten in Rz. (161) ff.).

- (146) Besonderheiten bei Aktien, die als Gegenleistung für eine steuerbegünstigte Einbringung nach dem Umwandlungssteuergesetz erworben wurden (einbringungsgeborene Aktien), werden nicht dargestellt.
- (147) Eine Gewährleistung für Vollständigkeit und Richtigkeit dieser Darstellung wird nicht übernommen. Zu den Einzelheiten sowie bei Zweifelsfragen sollte unbedingt ein steuerlicher Berater konsultiert werden. Nur dieser ist in der Lage, auch die besonderen steuerlichen Verhältnisse des einzelnen Aktionärs angemessen zu berücksichtigen.
- (148) Die Übertragung der Aktien auf die W&W gegen Vereinnahmung der Barabfindung stellt für die Minderheitsaktionäre steuerlich eine Veräußerung dar. Ein Veräußerungsgewinn wird erzielt, wenn die Barabfindung in Höhe von EUR 24,00 für eine BSW-Aktie die steuerlichen Anschaffungskosten einschließlich etwaiger Anschaffungsnebenkosten bzw. den steuerlichen Buchwert bei dem jeweiligen Aktionär für die betreffende Aktie übersteigt. Beträgt die Barabfindung weniger als die Anschaffungskosten einschließlich etwaiger Anschaffungsnebenkosten bzw. der Buchwert der Aktie bei dem Aktionär, entsteht ein Veräußerungsverlust.
- (149) Die steuerliche Erfassung eines Veräußerungsgewinns bzw. die steuerliche Geltendmachung eines Veräußerungsverlustes hängt davon ab, ob die Aktien im Zeitpunkt der Übertragung dem Privat- oder dem Betriebsvermögen des betreffenden Aktionärs zuzuordnen sind.

a) Aktien im Privatvermögen

- (150) Ist der Aktionär der BSW eine natürliche Person und hält er die Aktien in seinem Privatvermögen, so unterliegt die Hälfte des Veräußerungsgewinns der Einkommenssteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag), wenn die Übertragung der Aktien auf die W&W innerhalb eines Jahres nach der Anschaffung stattfindet oder – nach Ablauf dieser Frist – wenn der Aktionär zu irgendeinem Zeitpunkt während der der Übertragung vorangegangenen fünf Jahre mindestens mit 1 % unmittelbar oder mittelbar am Kapital der BSW beteiligt war. Hat der Aktionär die Aktien unentgeltlich erworben, werden die Besitzzeit und die Beteiligungsquote seines Rechtsvorgängers bzw. – bei mehreren unentgeltlichen Übertragungen hintereinander – der Rechtsvorgänger mit berücksichtigt. Veräußerungsverluste können grundsätzlich nur zur Hälfte abgezogen werden.
- (151) Veräußert der Aktionär die Aktien innerhalb eines Jahres nach der Anschaffung, so bleibt der steuerpflichtige Teil des Veräußerungsgewinns (also die Hälfte des Veräußerungsgewinns) steuerfrei, wenn diese Hälfte zusammen mit anderen Gewinnen aus

privaten Veräußerungsgeschäften im Kalenderjahr weniger als EUR 512 beträgt. Ein Veräußerungsverlust kann in diesem Fall nur durch im gleichen Kalenderjahr aus privaten Veräußerungsgeschäften erzielte Gewinne ausgeglichen oder, wenn dies nicht möglich ist, unter bestimmten Voraussetzungen von positiven Einkünften aus privaten Veräußerungsgeschäften des Vorjahres oder der Folgejahre abgezogen werden.

- (152) War der Aktionär zu irgendeinem Zeitpunkt der der Veräußerung vorausgegangenen fünf Jahre mindestens mit 1 % unmittelbar oder mittelbar am Kapital der BSW beteiligt, so wird der steuerpflichtige Teil des Veräußerungsgewinns (also die Hälfte des Veräußerungsgewinns) zur Einkommensteuer herangezogen, soweit diese Hälfte den Teil von EUR 9.060 übersteigt, der dem veräußerten Anteil am Kapital der BSW entspricht. Dieser Freibetrag ermäßigt sich um den Betrag, um den der steuerpflichtige Teil des Veräußerungsgewinns (also die Hälfte des Veräußerungsgewinns) den Teil von EUR 36.100 übersteigt, der dem veräußerten Anteil am Kapital der BSW entspricht.

b) Aktien im Betriebsvermögen

- (153) Bei Aktien, die dem Betriebsvermögen eines Aktionärs der BSW zuzuordnen sind, hängt die Besteuerung davon ab, ob der Veräußerer der Körperschaftsteuerpflicht gemäß §§ 1, 2 KStG unterliegt, eine natürliche Person oder eine Personengesellschaft ist.

aa) Aktionär ist körperschaftsteuerpflichtig gemäß §§ 1, 2 KStG

- (154) Ein Veräußerungsgewinn aus der Übertragung der Aktien ist grundsätzlich von der Körperschaftsteuer und der Gewerbesteuer befreit. 5 % des Veräußerungsgewinns gelten aber als nicht abzugsfähige Betriebsausgaben und unterliegen deshalb der Körperschaftsteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag) und, wenn die Aktien zu einem inländischen gewerblichen Betriebsvermögen gehören, der Gewerbesteuer. Im Ergebnis ist ein Veräußerungsgewinn daher grundsätzlich zu 95 % steuerfrei.
- (155) Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten Aktien stehen, dürfen grundsätzlich nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden.

bb) Aktionär ist eine natürliche Person

- (156) Ein Veräußerungsgewinn aus der Übertragung der im Betriebsvermögen einer natürlichen Person gehaltenen Aktien unterliegt in der Regel zur Hälfte der Einkommensteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag) und, wenn die Aktien zum Betriebsvermögen eines inländischen Gewerbebetriebs gehören, der Gewerbesteuer. Die Gewerbesteuer wird nach einem pauschalierten Verfahren auf die persönliche Einkommensteuer des Aktionärs angerechnet.
- (157) Eventuelle Veräußerungsverluste und etwaige mit der Veräußerung in wirtschaftlichem Zusammenhang stehende Betriebsausgaben dürfen grundsätzlich nur zur Hälfte abgezogen werden.

cc) Aktionär ist eine Personengesellschaft

- (158) Ein Veräußerungsgewinn unterliegt bei der Personengesellschaft der Gewerbesteuer, wenn die Aktien zum Betriebsvermögen eines inländischen Gewerbebetriebs der Personengesellschaft gehören; dabei sind grundsätzlich 95 % des Veräußerungsgewinns von der Gewerbesteuer befreit. Soweit eine natürliche Person Gesellschafter der Personengesellschaft ist, unterliegt allerdings die Hälfte des Veräußerungsgewinns der Gewerbesteuer. Diese wird nach einem pauschalierten Verfahren auf die persönliche Einkommensteuer des Gesellschafters angerechnet.
- (159) Einkommen- oder Körperschaftsteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag) auf den Veräußerungsgewinn wird nur auf der Ebene des jeweiligen Gesellschafters der Personengesellschaft erhoben. Die Besteuerung folgt dabei grundsätzlich den für diese Steuern unter aa) (oben Rz. (154) f.) und bb) (oben Rz. (156) f.) dargestellten Regeln, die gelten würden, wenn der Gesellschafter unmittelbar Aktionär der BSW wäre.

c) Sonderregeln für bestimmte Unternehmen des Finanz- und Versicherungssektors

- (160) Ist der Aktionär ein Kreditinstitut oder Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne des Gesetzes über das Kreditwesen ("KWG") und sind die Aktien nach § 1 Abs. 12 KWG dem Handelsbuch des Aktionärs zuzurechnen, so unterliegt ein Veräußerungsgewinn in voller Höhe der Besteuerung. Gleiches gilt für Anteile, die von einem Finanzunternehmen im Sinne des KWG mit dem Ziel der kurzfristigen Erzielung eines Eigenhandelserfolgs erworben wurden, und für Aktien, die bei einem Lebens- oder Krankenver-

sicherungsunternehmen den Kapitalanlagen zuzurechnen sind oder die von Pensionsfonds gehalten werden.

d) Hinweise auf die Unternehmensteuerreform 2008

- (161) Das am 25. Mai 2007 vom Deutschen Bundestag verabschiedete Unternehmensteuereformgesetz 2008, das noch der Zustimmung des Bundesrates bedarf, sieht für natürliche Personen, die Aktien im Privatvermögen oder im Betriebsvermögen halten, folgende wesentliche Änderungen vor:
- (162) Bei Aktien, die im Privatvermögen gehalten werden, wird das Halbeinkünfteverfahren abgeschafft. Dafür werden Veräußerungsgewinne unabhängig von der Haltedauer der Aktien einer Abgeltungssteuer in Höhe von 25 % (zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag) der maßgeblichen Bruttoerträge abzüglich eines Sparer-Pauschbetrages in Höhe von EUR 801 bzw. EUR 1.602 bei zusammen veranlagten Ehegatten unterliegen. Die Abgeltungssteuer soll jedoch auf Gewinne aus der Veräußerung von Aktien nur anwendbar sein, wenn die Aktien nach dem 31. Dezember 2008 erworben wurden.
- (163) Auf Aktien, die einem Betriebsvermögen zuzuordnen sind, finden die vorgenannten Grundsätze, insbesondere die Abgeltungssteuer, keine Anwendung. Veräußerungsgewinne werden aber – anders als bisher – nicht zur Hälfte, sondern nur noch zu 40 % steuerbefreit sein (so genanntes Teileinkünfteverfahren). Korrespondierend können in wirtschaftlichem Zusammenhang stehende Betriebsausgaben nicht mehr nur zu 50 %, sondern zu 60 % steuermindernd berücksichtigt werden.
- (164) Das Halbeinkünfteverfahren soll mit Wirkung ab dem Veranlagungszeitraum 2009 durch das Teileinkünfteverfahren ersetzt werden. Auf die Veräußerung von Aktien, die vor dem 1. Januar 2009 angeschafft wurden, findet innerhalb der einjährigen Frist für private Veräußerungsgeschäfte weiterhin das Halbeinkünfteverfahren Anwendung.

F. Angemessenheit der Barabfindung

(165) Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre erfolgt gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung. Nach § 327b Abs. 1 AktG wird die Barabfindung von dem Hauptaktionär festgelegt. Sie hat die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung zu berücksichtigen. Tag der geplanten Hauptversammlung der BSW, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre beschließen soll, ist der 17. Juli 2007 (Bewertungsstichtag). Der Vorstand der W&W hat als angemessene Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG einen Betrag von EUR 24,00 je Stückaktie festgelegt.

I. Ermittlung und Angemessenheit der Barabfindung

(166) Der Vorstand der W&W hat zu seiner Unterstützung bei der Festlegung der angemessenen Barabfindung die SUSAT & PARTNER OHG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ("SUSAT"), Hamburg, beauftragt, eine gutachterliche Stellungnahme zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG zu erstatten. SUSAT hat die Bewertung – auch unter Rückgriff auf frühere Bewertungsarbeiten im Zeitraum August bis Oktober 2006 – im Wesentlichen im Zeitraum von Februar bis Juni 2007 durchgeführt.

(167) Die gutachterliche Stellungnahme von SUSAT vom 4. Juni 2007 weist zum Bewertungsstichtag für die BSW in Abhängigkeit von dem zugrunde gelegten Steuerrecht unterschiedliche Unternehmenswerte aus. Auf der Grundlage des im Zeitpunkt dieses Berichts geltenden Steuerrechts ergibt sich ein Unternehmenswert von EUR 1,666 Mrd.¹⁵ Das entspricht bei 73.585.341 Stückaktien einem Wert pro Aktie von EUR 22,64. Auf der Grundlage der derzeit in der Umsetzung befindlichen Unternehmenssteuerreform ergibt sich aus heutiger Sicht – bei hälftiger Einbeziehung ab 1. Januar 2009 der Abgeltungssteuer auf realisierte Kursgewinne – ein Unternehmenswert von EUR 1,640 Mrd., was bei 73.585.341 Stückaktien einem Wert pro Aktie von EUR 22,29 entspricht, oder – ohne Berücksichtigung der Abgeltungssteuer auf realisierte Kursgewinne – von EUR 1,734 Mrd., was bei 73.585.341 Stückaktien einem Wert pro Aktie von EUR 23,56 entspricht.

¹⁵ Die Beträge in Rz. (167) sind jeweils – wie im Bewertungsgutachten von SUSAT dargelegt – gerundet.

- (168) Die W&W hat die gutachterliche Bewertung nachvollzogen und schließt sich ihr an. Den sich auf ihrer Grundlage ergebenden höchsten Wert von EUR 23,56 pro Aktie hat der Vorstand der W&W – zugunsten der Minderheitsaktionäre – auf den nächsten vollen Euro-Betrag aufgerundet und dementsprechend als Barabfindung den Betrag von EUR 24,00 pro Aktie festgesetzt. Dies erfolgt vor allem vor dem Hintergrund, dass aus heutiger Sicht nicht feststeht, wann und mit welchem Inhalt die geplante Unternehmenssteuerreform im Einzelnen umgesetzt werden und in Kraft treten wird. Die Aufrundung ändert nichts daran, dass sich der Vorstand der W&W der gutachterlichen Bewertung von SUSAT umfänglich anschließt.
- (169) Der Vorstand der W&W macht sich die Ausführungen der gutachterlichen Stellungnahme von SUSAT zur Ermittlung der Höhe der angemessenen Barabfindung inhaltlich vollständig zu Eigen. Die gutachterliche Stellungnahme von SUSAT zur Ermittlung der Höhe der angemessenen Barabfindung vom 4. Juni 2007 ist in vollständiger Fassung als **Anlage 6** diesem Übertragungsbericht beigelegt und ist damit Inhalt dieses Übertragungsberichts.
- (170) Der Entwurf des Übertragungsbeschlusses und dieser Bericht, insbesondere das Bewertungsgutachten von SUSAT (sowie jeweils vorangegangene Entwürfe) haben Ebner Stolz vorgelegen. Ebner Stolz ist auf Antrag der W&W vom 28. August 2006 durch Beschluss des nach §§ 327c Abs. 2 Satz 5, 293c Abs. 1 Satz 3 bis 5 AktG, §§ 1, 2 Nr. 3 Buchst. a) Subdelegationsverordnung Justiz (SubVOJu) des Landes Baden-Württemberg, § 13 Abs. 1 und 2 Nr. 10 Zuständigkeitsverordnung Justiz (ZuVOJu) des Justizministeriums des Landes Baden-Württemberg zuständigen Landgerichts Stuttgart – Kammer für Handels-sachen – vom 12. September 2006 (Az. 32 O 106/06 KfH AktG) gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 3 und 4, 293d AktG ausgewählt und zum sachverständigen Prüfer bestellt worden.
- (171) Nachdem die ursprünglich für das Jahr 2006 geplante Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre wegen der Berichtigung der Jahresabschlüsse für 2004 und 2005 verschoben werden musste (vgl. oben Rz. (118) f.), hat die W&W am 6. März erneut einen Antrag auf Bestellung von Ebner Stolz zum Barabfindungsprüfer gestellt. Mit Beschluss vom 9. März 2007 hat das Landgericht Stuttgart diesen Antrag der W&W auf Bestellung der Ebner Stolz als Barabfindungsprüfer nach § 327 c Abs. 2 Satz 3 AktG abgewiesen. Die Auswahl und Bestellung der Ebner Stolz durch den Beschluss vom 12. September 2006 umfasse auch die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung für ein Minderheitsaktionärsausschlussverfahren gemäß §§ 327 a ff. AktG im Jahr 2007.
- (172) Der sachverständige Prüfer hat die Angemessenheit der festgesetzten Barabfindung zu prüfen und erstattet über das Ergebnis seiner Prüfung gesondert Bericht.

II. Überprüfung der Angemessenheit

(173) Die ausscheidenden Aktionäre können die Angemessenheit der Barabfindung gerichtlich gemäß § 327f Satz 2 AktG im Spruchverfahren nachprüfen lassen. Die Einzelheiten des Spruchverfahrens regelt das Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren (SpruchG). Danach ist für das Spruchverfahren das Landgericht Stuttgart zuständig. Der Antrag auf gerichtliche Entscheidung im Spruchverfahren kann nur binnen drei Monaten seit dem Tag gestellt werden, an dem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister nach § 10 HGB als bekannt gemacht gilt. Der Antragsteller muss den Antrag innerhalb der vorgenannten Frist begründen, wobei er konkrete Einwendungen gegen den als Grundlage für die Barabfindung ermittelten Unternehmenswert vorbringen muss. Das Gericht bestellt für alle Aktionäre, die nicht selbst Antragsteller sind, zur Wahrung ihrer Rechte einen gemeinsamen Vertreter. Die Entscheidung im Spruchverfahren wirkt für und gegen alle Aktionäre. Sofern mindestens ein Aktionär ein Spruchverfahren einleitet, kommt allen anderen Aktionären eine etwaige Erhöhung der Abfindung im Spruchverfahren zugute, auch wenn sie selbst keinen Antrag auf Durchführung eines Spruchverfahrens gestellt haben.

G.
Barabfindung nach § 327a AktG

(174) Ausgehend von dem nach dem Ertragsverfahren ermittelten Unternehmenswert zum 17. Juli 2007 ergeben sich in Abhängigkeit von dem der Bewertung jeweils zugrunde gelegten Steuerrecht unterschiedliche Werte für die Barabfindung zum 17. Juli 2007.

(175) Auf der Grundlage des im Zeitpunkt dieses Berichts geltenden Steuerrechts (vgl. auch Rz. (167)) ergibt sich ein Unternehmenswert zum 17. Juli 2007 in Höhe von EUR 1,666 Mrd.,¹⁶ der sich aus dem in Teil F. dieses Berichtes wiedergegebenen Bewertungsgutachten von SUSAT ableitet. Das ergibt bei 73.585.341 Stückaktien einen Wert je Aktie von

EUR 22,64.

(176) Bei Berücksichtigung der aktuell in der Umsetzung befindlichen Unternehmenssteuerreform ergibt sich (vgl. auch Rz. (167)) ein – sich aus dem in Teil F. dieses Berichtes wiedergegebenen Bewertungsgutachten von SUSAT ableitender – Unternehmenswert zum 17. Juli 2007 in Höhe von EUR 1,640 Mrd. (bei hälftiger Einbeziehung ab 1. Januar 2009 der Abgeltungssteuer auf realisierte Kursgewinne), was bei 73.585.341 Stückaktien einen Wert je Aktie von

EUR 22,29

ergibt, oder (ohne Berücksichtigung der Abgeltungssteuer auf realisierte Kursgewinne) ein Unternehmenswert zum 17. Juli 2007 in Höhe von EUR 1,734 Mrd., was bei 73.585.341 Stückaktien einen Wert je Aktie von

EUR 23,56

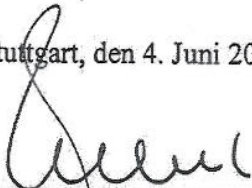
ergibt.

(177) Nach der vom Vorstand der W&W vorgenommenen Entscheidung (vgl. dazu auch Rz. (168)) ergibt sich danach eine **Barabfindung** nach § 327a AktG **je Stückaktie** in Höhe von

EUR 24,00.

¹⁶ Die Beträge in den Rz. (175) und (176) sind jeweils – wie im Bewertungsgutachten von SUSAT dargelegt – gerundet.

Stuttgart, den 4. Juni 2007



Dr. Alexander Erdland

Dr. Edmund Schwake

Dr. Bernhard Schareck

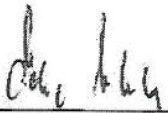
Klaus Peter Frohmüller

Anlagen

- Anlage 1:** Depotbestätigung der WBP
- Anlage 2a:** Depotbestätigung der Schwäbische Bank AG
- Anlage 2b:** Depotbestätigung der WBP
- Anlage 2c:** Depotbestätigung der LBBW
- Anlage 3:** Depotbestätigung der WBP
- Anlage 4a:** Verlangen der W&W
- Anlage 4b:** Bestätigung des Verlangens der W&W
- Anlage 4c:** Konkretisierung des Verlangens der W&W
- Anlage 5:** Erklärung der LBBW gemäß § 327b Abs. 3 AktG
- Anlage 6:** Gutachterliche Stellungnahme von SUSAT

Stuttgart, den 4. Juni 2007

Dr. Alexander Erdland



Dr. Edmund Schwake

Dr. Bernhard Schareck

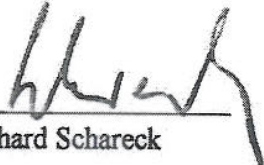
Klaus Peter Frohmüller

Anlagen

- Anlage 1:** Depotbestätigung der WBP
- Anlage 2a:** Depotbestätigung der Schwäbische Bank AG
- Anlage 2b:** Depotbestätigung der WBP
- Anlage 2c:** Depotbestätigung der LBBW
- Anlage 3:** Depotbestätigung der WBP
- Anlage 4a:** Verlangen der W&W
- Anlage 4b:** Bestätigung des Verlangens der W&W
- Anlage 4c:** Konkretisierung des Verlangens der W&W
- Anlage 5:** Erklärung der LBBW gemäß § 327b Abs. 3 AktG
- Anlage 6:** Gutachterliche Stellungnahme von SUSAT

Stuttgart, den 4. Juni 2007

Dr. Alexander Erdland



Dr. Bernhard Schareck

Dr. Edmund Schwake

Klaus Peter Frohmüller

Anlagen

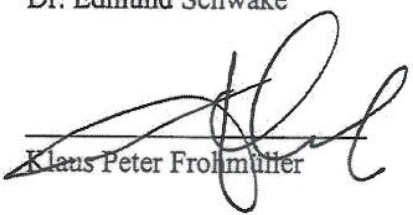
- Anlage 1:** Depotbestätigung der WBP
- Anlage 2a:** Depotbestätigung der Schwäbische Bank AG
- Anlage 2b:** Depotbestätigung der WBP
- Anlage 2c:** Depotbestätigung der LBBW
- Anlage 3:** Depotbestätigung der WBP
- Anlage 4a:** Verlangen der W&W
- Anlage 4b:** Bestätigung des Verlangens der W&W
- Anlage 4c:** Konkretisierung des Verlangens der W&W
- Anlage 5:** Erklärung der LBBW gemäß § 327b Abs. 3 AktG
- Anlage 6:** Gutachterliche Stellungnahme von SUSAT

Stuttgart, den 4. Juni 2007

Dr. Alexander Erdland

Dr. Edmund Schwake

Dr. Bernhard Schareck



Klaus Peter Frohmüller

Anlagen

- Anlage 1:** Depotbestätigung der WBP
- Anlage 2a:** Depotbestätigung der Schwäbische Bank AG
- Anlage 2b:** Depotbestätigung der WBP
- Anlage 2c:** Depotbestätigung der LBBW
- Anlage 3:** Depotbestätigung der WBP
- Anlage 4a:** Verlangen der W&W
- Anlage 4b:** Bestätigung des Verlangens der W&W
- Anlage 4c:** Konkretisierung des Verlangens der W&W
- Anlage 5:** Erklärung der LBBW gemäß § 327b Abs. 3 AktG
- Anlage 6:** Gutachterliche Stellungnahme von SUSAT

Anlage 1

Depotbestätigung der WBP

eingegangen am
-4. Juni 2007
Konzernrecht

wüstenrot

**Wüstenrot Bank AG
Pfandbriefbank**

Ein Unternehmen der
Wüstenrot & Württembergische AG

Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank, 71630 Ludwigsburg

Wüstenrot & Württembergische AG
Gutenbergstr. 30
70176 Stuttgart

Abteilung Effekten

Diesen Brief schreibt Ihnen Frau Berger
Telefon: 07141 16-5358
Telefax: 07141 16-4833
e-Mail: sabrina.berger@wuestenrot.de

Ihr Zeichen

Ihre Nachricht vom

Bitte in der Antwort angeben
Kto-Nr.

Unser Zeichen

Datum

WBP EF GDG BBA

01.06.2007

Depot-Nummer 6009 999 386

Sehr geehrte Damen und Herren,

anbei senden wir Ihnen die erbetenen, rechtsverbindlich unterzeichneten Depotbescheinigungen über den Depotbestand an Namensaktien der Wüstenrot Bausparkasse AG und der Württembergische Lebensversicherung AG per 1. Januar 2006 sowie per 31. Mai 2007, jeweils abends.

Darüber hinaus bestätigen wir hiermit, dass sich in Ihrem Depot (Nummer 6009 999 386) seit dem 1. Januar 2006 bis zum heutigen Tag ununterbrochen mindestens

66.197.753 Stück Namensaktien der Wüstenrot Bausparkasse AG
24.260 Stück Inhaberaktien der Württembergischen Lebensversicherung AG
8.744.474 Stück Namensaktien der Württembergischen Lebensversicherung AG

befunden haben.

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Anlagen

Wüstenrot Bank AG
Pfandbriefbank

Wüstenrot Bank AG
Pfandbriefbank
Im Tambour 1, 71638 Ludwigsburg
Telefax 07141 16-4337
Internet: www.wuestenrot.de

BLZ 604 200 00
UID: DE 811 837 506

Aufsichtsratsvorsitzender: Dr. Alexander Erdland
Vorstand: Wilhelm Ehlen, Torsten Lüttich

Sitz Ludwigsburg, Amtsgericht Stuttgart HRB 204567

01.06.07
10.47

DEPOTBEWERTUNG
GESAMTBESTAND

W 729 10 10
USER: T079432

W & W AG

ohne unser Obligo

	BASISPREIS	FÄLLIG	WKN	BEW. WÄHRUNG: EUR	6009999386
WÄHRUNG WP-EINSTK.DEV-EINSTK.		KURS		KURSWERT	SCHW. ERGEBNIS
WUESTENR.BANK PF. 5.000,00 ST/EUR	1,00			813350	
WUESTENROT BAUSPARK. AG 66198.582,00 ST/EUR	1,00			815240	
4,056% ERST.BK OEST.SPK.03/08FRN 10000.000,00 EUR 100,25	1,00	28.03.08	824890	10.000.000,00	25.000,00-
WUERTT.LEBENSVERS.S.B O.N 24.260,00 ST/EUR	1,00			840500 39,52	958.755,20
WUERTT.LEBENSVERS.S.C+D 8744.474,00 ST/EUR	1,00			840502 39,59	346.193.725,66

AUSWAHL.: ___ STR=Struktur VER=Verknüpfen DRU/DRO=Drucken VAL=ValBes SWU=S.Ums.
(PF)13=Hilfe 15=Zurück 19=Rückw 20=Vorw

WÜSTENROT BANK AG
Pfandbriefbank
ppa. [Handwritten Signature]

04.06.2007 ANZEIGE DEPOTUMSAETZE BLATT: 1
 10.27 WKN: 815240 W & W AG USER: 0110
 ST/EUR WUESTENROT BAUSPARK. AG W 735 00 10

DATUM	SLTG	ORDER-NR	KURS	DEV-KURS	UMSATZ	SALDO
040507	0405	2681951300	24,00		110,0000	66198.582,0000
230407	2304	2681503900	24,00		50,0000	66198.472,0000
010307	2802	2679872300	24,00		10,0000	66198.422,0000
141206	1412	2677142410	24,00		50,0000	66198.412,0000
030706	3006	2669703100	24,00		220,0000	66198.362,0000
300506	3005	2667961200	24,00		100,0000	66198.142,0000
040506	0305	2666117200	24,00		30,0000	66198.042,0000
280406	2804	2665863600	24,00		50,0000	66198.012,0000
070306	0703	2661233510	24,00		110,0000	66197.962,0000
100206	1002	2658045700	24,00		10,0000	66197.852,0000
200106	2001	2656155700	24,00		89,0000	66197.842,0000
291205	2912	699		1,000000	66197.753,0000	66197.753,0000

HINW.: DATENFREIGABE
 DEPOT-KTO-NR: 6009999386 ISIN/WKN: DE0008152406 DATUM...: DA...: VA: 17
 LGST.....: 849000 STA.....: SOND...: DSO: SP:
 FUNKTION.....: DSP.....: ABRUCH: ABB AUSWAHL: AWL
 04.06.2007 ANZEIGE DEPOTUMSAETZE BLATT: 1
 10.27 WKN: 815240 W & W AG USER: 0110
 ST/EUR WUESTENROT BAUSPARK. AG W 735 00 10

DATUM	SLTG	ORDER-NR	KURS	DEV-KURS	UMSATZ	SALDO
250407	2304	6058358350			50,0000-	0,0000
230407	2304	6058358300			50,0000	50,0000

HINW.: DATENFREIGABE
 DEPOT-KTO-NR: 6009999386 ISIN/WKN: DE0008152406 DATUM...: DA...: VA: 17
 LGST.....: 405423 STA.....: SOND...: DSO: SP:
 FUNKTION.....: DSP.....: ABRUCH: ABB AUSWAHL: AWL
 04.06.2007 SACHDEPOT BLATT: 2
 10.28 WUESTENROT BAUSPARKASSE AG USER: 0110
 AKTIEN OHNE NENNWERT W 713 00 10

Anlage 2a

Depotbestätigung der Schwäbische Bank AG

Schwäbische Bank

AKTIENGESELLSCHAFT
STUTT GART IM KÖNIGSBAU

An
Württembergische Lebensversicherung AG
Gutenbergstr. 30
70176 Stuttgart

Stuttgart, 1. Juni 2007
Herr Hahn
Tel.: 0711 / 22922-25

Depot-Nr. 2292

Sehr geehrte Damen und Herren,

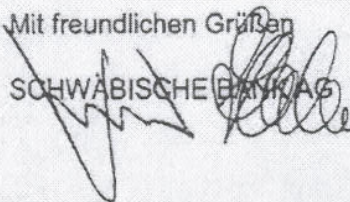
anbei senden wir Ihnen die erbetene, rechtsverbindlich unterzeichnete Depotbescheinigung über den Depotbestand an Namensaktien der Wüstenrot Bausparkasse AG per 31.5.2007, abends.

Darüber hinaus bestätigen wir hiermit, dass sich in Ihrem Depot Nr. 2292 seit dem 1.1.2006 bis zum heutigen Tag ununterbrochen mindestens Stück -99.120- Wüstenrot Bausparkasse AG Namens-Aktien o.N. befunden haben.

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

SCHWÄBISCHE BANK AG



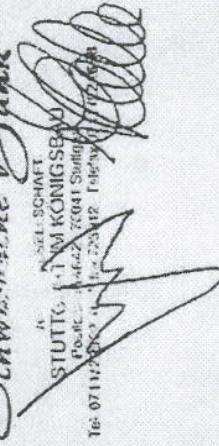
EINZEL-DEPOT-AUSZUG VOR 31.05.2007 SEITE 1
0 2292 Mürtterbergische Lebensversicherung AG Postfach 10 60 09 70049 Stuttgart

WERTPAPIER-BEZEICHNUNG	LAUFZEIT	TERMIN	HAER	NOT	NOMINAL	NP-IR	ISIN	LL	LS	VA	ST	BO-KURS	BOBSEN-KURS	OEYISEN-KURS	KURSWERT IN EUR
MUESTENROT BAUSPARKASSE AG NAMENS-AKTIEEN 0-N					99.120	8.5240	DE0008152406	00	01	01	00			1.95583	0.00

0.00 *

***** SCHLUSS *****

Schwäbische Bank
 IN SELBSTSCHAFT
 STUTTGART, 70574 M. KÖNIGSBRUNNEN
 Postfach 10 60 09 70049 Stuttgart
 Tel.: 0711/221698 Fax: 0711/221699
 Telefax: 0711/221698



Anlage 2b
Depotbestätigung der WBP

eingegangen am
- 4. Juni 2007
Konzernrecht

wüstenrot

Wüstenrot Bank AG
Pfandbriefbank
Ein Unternehmen der
Wüstenrot & Württembergische AG

Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank, 71630 Ludwigsburg

Wüstenrot & Württembergische AG
Gutenbergstraße 30
70163 Stuttgart

Abteilung Effekten

Diesen Brief schreibt Ihnen Frau Berger
Telefon: 07141 16-5358
Telefax: 07141 16-4833
e-Mail: sabrina.berger@wuestenrot.de

Ihr Zeichen

Ihre Nachricht vom

Bitte in der Antwort angeben
Kto-Nr.

Unser Zeichen

Datum

WBP EF GDG BBA

01.06.2007

Depot-Nummer 6000 324 220

Sehr geehrte Damen und Herren,

anbei senden wir Ihnen die erbetenen, rechtsverbindlich unterzeichneten Depotbescheinigungen über den Depotbestand an Namensaktien der Wüstenrot Bausparkasse AG per 1. Januar 2006 sowie per 31. Mai 2007, jeweils abends.

Darüber hinaus bestätigen wir hiermit, dass sich in dem Depot der Württembergischen Lebensversicherung AG (Nummer 6000 324 220) seit dem 1. Januar 2006 bis zum heutigen Tag ununterbrochen mindestens

201.631 Stück Namensaktien der Wüstenrot Bausparkasse AG

befunden haben.

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Anlagen

Wüstenrot Bank AG
Pfandbriefbank

Wüstenrot Bank AG
Pfandbriefbank
Im Tambour 1, 71638 Ludwigsburg
Telefax 07141 16-4337
Internet: www.wuestenrot.de

BLZ 604 200 00
UID: DE 811 837 506

Aufsichtsratsvorsitzender: Dr. Alexander Erdland
Vorstand: Wilhelm Ehlen, Torsten Lüttich

Sitz Ludwigsburg, Amtsgericht Stuttgart HRB 204567

01.06.07
10.48

DEPOTBEWERTUNG
GESAMTBESTAND
ohne unser Obligo

W 729 10 10
USER: T079432

Württembergische LV SV

	BASISPREIS	FÄLLIG	WKN	BEW. WÄHRUNG: EUR	6000324220
	WÄHRUNG WP-EINSTK. DEV-EINSTK.	KURS			KURSWERT
					SCHW. ERGEBNIS
4,50% EIB EUR. INV. BK 03/13 MTN 20000.000,00 GBP		14.01.13	715684 94,25		27.718.550,11
5,00% REALKREDIT DANM. 2035 23D 94053.741,06 DKK		01.10.35	723779 97,38 F		12.295.877,60
DR. BK. GENSCH96-06/07 8% 1022.583,76 EUR		31.12.06	804613 1,00 111,10		1.136.090,56
WGZ BANK GEN. TR. F 93/08 5000.000,00 DEM		31.12.08	812032 1,00 112,75		2.882.407,98
WUESTENROT BAUSPARK. AG 201.631,00 ST/EUR			815240 1,00		

AUSWAHL.: ___ STR=Struktur VER=Verknüpfen DRU/DRO=Drucken VAL=ValBes SWU=S.Ums.
(PF)13=Hilfe 15=Zurück 19=Rückw 20=Vorw

WÜSTENROT BANK AG
Pfandbriefbank
ppa. P. Keller M. Thal

Anlage 2c
Depotbestätigung der LBBW

LB BW

Landesbank Baden-Württemberg

Birgit Scholl
4072 H Laufende ProduktionsbetreuungAm Hauptbahnhof 2
70172 Stuttgart
Telefon (07 11) 127-758 77
Telefax (07 11) 127-758 79

Postfach 10 60 49, 70049 Stuttgart

Württembergische Lebensversicherung AG
Frau Katja Thurso
Gutenbergstr. 30

70176 Stuttgart

01. Juni 2007

Depot Nr. 9636000396

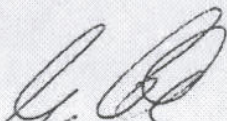
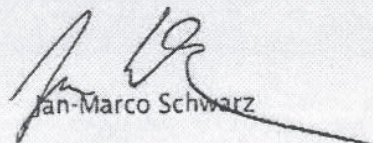
Sehr geehrte Damen und Herren,

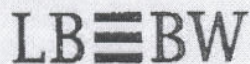
anbei senden wir Ihnen die erbetenen, rechtsverbindlich unterzeichneten Depotbescheinigungen über den Depotbestand an Namensaktien der Wüstenrot Bausparkasse AG per 1. Januar 2006 sowie per 31. Mai 2007, jeweils abends.

Darüber hinaus bestätigen wir hiermit, dass sich in Ihrem Depot-Nr. 9636000396 seit dem 1. Januar 2006 bis zum heutigen Tag ununterbrochen mindestens St. 7.057.784 Namensaktien der Wüstenrot Bausparkasse AG befunden haben.

Mit freundlichen Grüßen

Landesbank Baden-Württemberg


Manfred Ilg
Jan-Marco Schwarz



Landesbank Baden-Württemberg

70144 Stuttgart

WÜRTTEMBERGISCHE
LEBENSVERSICHERUNG AG
GUTENBERGSTR. 30
70176 STUTTGART

Fin.Markets Middle Office
Financial Markets

Stichtagsauszug
per 31.05.2007

Depotnummer 9636000396

Stuttgart, 31.05.2007

SICHVERM.TREUH.

Depotbestand	Wertpapier	Kurs	Kurswerte EUR
Schuldverschreibungen Inland			
Stück	1	ohne Kurs	
	WL-Bank Westfaelische Landsch. NPF ue/eo 5 Mio. 99/09 Fälligkeit 3.06.09 Kennnummer XF00008C0064 zur Verwahrung, ohne Obligo Streifbandverwahrung		
Stück	1	ohne Kurs	
	Westfaelische Hypothekenbank OEFF.NPF ue/eo 5 Mio.v.99/09 Fälligkeit 9.06.09 Kennnummer XF00008C0072 zur Verwahrung, ohne Obligo Streifbandverwahrung		
	Kurswert gesamt		0,00

Hauptsitze:
Stuttgart, Karlsruhe, Mannheim
kontakt@LBBW.de
www.LBBW.de

Bankleitzahl 600 501 01
BIC/SWIFT-Adresse SOLA DE 33
Steuer-Nr. Z899/014/09009
USt-IdNr. DE 147 800 343

Vorstand:
Dr. Siegfried Jaschinski, Vorsitzender
Michael Horn, stv. Vorsitzender
Dr. Peter A. Kaemmerer

Joachim E. Schielke
Hans-Joachim Strüder
Dr. Bernhard Walter
Rudolf Zipf

LB BW

Landesbank Baden-Württemberg

Depotauszug per 31.05.2007
Depotnummer 9636000396

Blatt 2 von 4

Depotbestand	Wertpapier	Kurs	Kurswerte EUR
--------------	------------	------	---------------

Schuldverschreibungen Ausland

DEM	50.000.000	ohne Kurs	
-----	------------	-----------	--

Credit Suisse International
DM-FLR Notes 1998(08)
Zinstermin 22.JULI
Fälligkeit 22.07.08
Kennnummer XS0088673487
Lagerland Cedel Globalurkunde

Kurswert gesamt			0,00
-----------------	--	--	------

Aktien Inland

Stück	1.000	ohne Kurs	
-------	-------	-----------	--

SOTRADA AG
Namens-Aktien o.N.
Kennnummer DE000A0HMMH8
Streifbandverwahrung
Gemeinschaftsstücke

DEM	4.000.000	109,3000 % Umrechnungsfaktor 1,95583	2.235.368,10
-----	-----------	---	--------------

Düsseldorfer Hypothekenbank AG
Genußsch. 1/97/31.12.2007
Zinssatz 7 %
Fälligkeit 31.12.07
Kennnummer DE0008015454

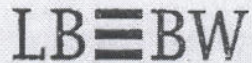
DEM	3.000.000	121,5000 % Umrechnungsfaktor 1,95583	1.863.658,91
-----	-----------	---	--------------

WGZ BANK
Genußsch. Tr.B 86/31.12.2011
Zinssatz 8,25 %
Fälligkeit 31.12.11
Kennnummer DE0008120270

EUR	5.000.000	113,9500 %	5.697.500,00
-----	-----------	------------	--------------

Landesbank Baden-Württemberg
Genußscheine 01/31.12.2010
Zinssatz 6,75 %
Fälligkeit 31.12.10
Kennnummer DE0008125840

Übertrag:			9.796.527,01
-----------	--	--	--------------



Landesbank Baden-Württemberg

Depotauszug per 31.05.2007
Depotnummer 9636000396

Blatt 3 von 4

Depotbestand	Wertpapier	Kurs	Kurswerte EUR
Stück	7.057.784	ohne Kurs	
	Wüstenrot Bausparkasse AG Namens-Aktien o.N. Kennnummer DE0008152406		
	Kurswert gesamt		9.796.527,01
Investmentfonds Inland			
Stück	913.750	41,0400 EUR	37.500.300,00
	W&W Wachstum INKA Inhaber-Anteile Kennnummer DE0005152037		
Stück	4.956.840	57,8500 EUR*	286.753.194,00
	BWInvest-94 Inhaber-Anteile Kennnummer DE0005326441 Streifbandverwahrung * Kurs vom 31.12.2006		
Stück	2.622.690	53,9600 EUR*	141.520.352,40
	BWK-Fonds 97 Inhaber-Anteile Kennnummer DE0005326474 Streifbandverwahrung * Kurs vom 31.12.2006		
Stück	2.890.750	38,9700 EUR	112.652.527,50
	W&W Internation. Rentenfds BWI Inhaber-Anteile Kennnummer DE0008484502		

Übertrag: 588.222.900,91

LB BW

Landesbank Baden-Württemberg

Depotauszug per 31.05.2007
Depotnummer 9636000396

Blatt 4 von 4

Depotbestand	Wertpapier	Kurs	Kurswerte EUR
Stück	1.408.015	54,1800 EUR*	76.286.252,70
	CS-WV IMMOFONDS Inhaber-Anteile Kennnummer DE0009805010 * Kurs vom 31.12.2006		
	Kurswert gesamt		654.712.626,60
Gesamtsumme			664.509.153,61

Zusammenfassung

		Kurswert in EUR	
Schuldverschreibungen	Inland		2 Posten, davon
	Ausland		2 ohne Kurswert
Aktien	Inland	9.796.527,01	1 Posten, davon
			1 ohne Kurswert
Investmentfonds	Inland	654.712.626,60	5 Posten, davon
			2 ohne Kurswert
		664.509.153,61	13 Posten, davon
			5 ohne Kurswert

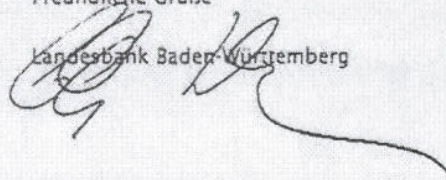
Ist die Art der Depotverwahrung nicht angegeben, befinden sich die Wertpapiere in Girosammelverwahrung.

Die uns erteilte unbefristete Stimmrechtsvollmacht für Hauptversammlungen kann von Ihnen jederzeit schriftlich widerrufen werden. Sie können Ihre Stimmrechte selbst oder durch einen Dritten (Aktionärsvereinigung, Stimmrechtsvertreter der Gesellschaft, Verwandten, Bekannten usw.) ausüben lassen. Wir bitten Sie, diesen Depotauszug zu prüfen.

Beanstandungen richten Sie bitte unverzüglich schriftlich an unsere Revision.

Freundliche Grüße

Landesbank Baden-Württemberg



LB BW

Landesbank Baden-Württemberg

70144 Stuttgart

WÜRTTEMBERGISCHE
LEBENSVERSICHERUNG AG
GUTENBERGSTR. 30
70176 STUTTGART

Fin.Markets Middle Office
Financial Markets

Stichtagsauszug
per 01.01.2006

Depotnummer 9636000396

Stuttgart, 01.06.2007

SICHVERM.TREUH.

Depotbestand	Wertpapier	Kurs	Kurswerte EUR
--------------	------------	------	---------------

Schuldverschreibungen Inland

EUR	125.000	100,1000 % *	125.125,00
-----	---------	--------------	------------

Eurohypo AG
OEFF.PFDBR.R.760 V.1998(2006)
Zinssatz 5 %
Zinstermin 19.JAN
Fälligkeit 19.01.06
Kennnummer DE0003137600
endfällig
* Kurs vom 31.12.2005

Stück	1	ohne Kurs
-------	---	-----------

WL-Bank Westfaelische Landsch.
NPF ue/eo 5 Mio. 99/09
Fälligkeit 3.06.09
Kennnummer XF0000BC0064
zur Verwahrung, ohne Obligo
Streifbandverwahrung

Stück	1	ohne Kurs
-------	---	-----------

Westfaelische Hypothekenbank
OEFF.NPF ue/eo 5 Mio.v.99/09
Fälligkeit 9.06.09
Kennnummer XF0000BC0072
zur Verwahrung, ohne Obligo
Streifbandverwahrung

Übertrag: 125.125,00

Hauptsitze
Stuttgart, Karlsruhe, Mannheim
kontakt@LBBW.de
www.LBBW.de

Bankleitzahl 600 501 01
BIC/SWIFT-Adresse SOLA DE 33
Steuer-Nr. 2859/014/09009
USt-IdNr. DE 147 800 343

Vorstand
Dr. Siegfried Jaschinski, Vorsitzender
Michael Horn, stv. Vorsitzender
Dr. Peter A. Kaemmerer

Joachim E. Schielke
Hans-Joachim Struder
Dr. Bernhard Walter
Rudolf Zief

LB BW

Landesbank Baden-Württemberg

Depotauszug per 01.01.2006
Depotnummer 9636000396

Blatt 2 von 5

Depotbestand	Wertpapier	Kurs	Kurswerte EUR
Stück	1 Kreissparkasse Recklinghausen Spkbr. ü/DM 5Mio.v.1996/2006 Fälligkeit 23.01.06 Kennnummer XF0000BC0452 zur Verwahrung, ohne Obligo Streifbandverwahrung	ohne Kurs	
Stück	1 Kreissparkasse Miesbach SBBR ü/DM 5Mio.v. 1996/2006 Fälligkeit 25.01.06 Kennnummer XF0000BC0460 zur Verwahrung, ohne Obligo Streifbandverwahrung	ohne Kurs	
Stück	1 BW-BANK SCHULDSCHEINDARLEHEN SSD EO2.556.459,41F,28.02.2006 Fälligkeit 28.02.06 Kennnummer XF0000BI0753 zur Verwahrung, ohne Obligo Streifbandverwahrung	ohne Kurs	
Stück	1 BW-BANK SCHULDSCHEINDARLEHEN SSD EO2.556.459,41F,20.03.2007 Fälligkeit 20.03.07 Kennnummer XF0000BI2007 zur Verwahrung, ohne Obligo Streifbandverwahrung	ohne Kurs	
	Kurswert gesamt		125.125,00

Übertrag:

125.125,00

LBBW

Landesbank Baden-Württemberg

Blatt 3 von 5

Depotauszug per 01.01.2006
Depotnummer 9636000396

Depotbestand	Wertpapier	Kurs	Kurswerte EUR
--------------	------------	------	---------------

Schuldverschreibungen Ausland

DEM	50.000.000	ohne Kurs	
	Credit Suisse International DM-FLR Notes 1998(08) Zinstermin 22.JULI Fälligkeit 22.07.08 Kennnummer XS0088673487 Lagerland Cedel Globalurkunde		
	Kurswert gesamt		0,00

Aktien Inland

Stück	1.400.000	16,6500 EUR*	23.310.000,00
	WMF Württ. Metallwarenfabr.AC Stammaktien o.N. Kennnummer DE0007803009 * Kurs vom 31.12.2005		
DEM	4.000.000	108,5500 % * Umrechnungsfaktor 1,95585	2.220.029,35
	Düsseldorfer Hypothekenbank AG Genußsch. 1/97/31.12.2007 Zinssatz 7 % Fälligkeit 31.12.07 Kennnummer DE0008015454 * Kurs vom 31.12.2005		
DEM	3.000.000	126,0000 % * Umrechnungsfaktor 1,95583	1.932.683,31
	WGZ BANK Genußsch. Tr.B 86/31.12.2011 Zinssatz 8,25 % Fälligkeit 31.12.11 Kennnummer DE0008120270 * Kurs vom 31.12.2005		
EUR	5.000.000	118,7500 % *	5.937.500,00
	Landesbank Baden-Württemberg Genußscheine 01/31.12.2010 Zinssatz 6,75 % Fälligkeit 31.12.10 Kennnummer DE0008125840 * Kurs vom 31.12.2005		

Übertrag:

33.525.337,66

LB BW

Landesbank Baden-Württemberg

Blatt 4 von 5

Depotauszug per 01.01.2006
Depotnummer 9636000396

Depotbestand	Wertpapier	Kurs	Kurswerte EUR
Stück	7.057.784 Wüstenrot Bausparkasse AG Namens-Aktien o.N. Kennnummer DE0008152406	ohne Kurs	
	Kurswert gesamt		33.400.212,66
Investmentfonds Inland			
Stück	913.750 W&W Wachstum INKA Inhaber-Anteile Kennnummer DE0005152037 * Kurs vom 31.12.2005	28,1600 EUR*	25.731.200,00
Stück	2.720.310 BWInvest-94 Inhaber-Anteile Kennnummer DE0005326441 Streifbandverwahrung * Kurs vom 31.12.2005	54,7300 EUR*	148.882.566,30
Stück	1.628.250 BWK-Fonds 97 Inhaber-Anteile Kennnummer DE0005326474 Streifbandverwahrung * Kurs vom 31.12.2005	51,7300 EUR*	84.229.372,50
Stück	2.890.750 W&W Internation. Rentenfds BWI Inhaber-Anteile Kennnummer DE0008484502 * Kurs vom 31.12.2005	44,1200 EUR*	127.539.890,00
Stück	213.264 BW-RENTA-UNIVERSAL-FONDS Inhaber-Anteile Kennnummer DE0008491549 * Kurs vom 31.12.2005	27,4800 EUR*	5.860.494,72

Obertrag:

425.768.861,18

LB BW

Landesbank Baden-Württemberg

Depotauszug per 01.01.2006
Depotnummer 9636000396

Blatt 5 von 5

Depotbestand	Wertpapier	Kurs	Kurswerte EUR
Stück	474.290	27,9800 EUR*	13.270.634,20
	BW-RENT D Inhaber-Anteile Kennnummer DE0009766964 * Kurs vom 31.12.2005		
Stück	2.141.550	55,3900 EUR*	118.620.454,50
	CS-WV IMMOFONDS Inhaber-Anteile Kennnummer DE0009805010 * Kurs vom 31.12.2005		
	Kurswert gesamt		524.134.612,22

Gesamtsumme**557.659.949,88****Zusammenfassung**

		Kurswert in EUR	
Schuldverschreibungen	Inland	125.125,00	7 Posten, davon 6 ohne Kurswert
	Ausland		1 Posten, davon 1 ohne Kurswert
Aktien	Inland	33.400.212,66	5 Posten, davon 1 ohne Kurswert
Investmentfonds	Inland	524.134.612,22	7 Posten
		557.659.949,88	20 Posten, davon 8 ohne Kurswert

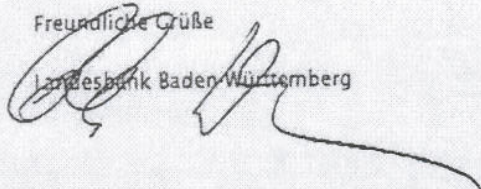
Ist die Art der Depotverwahrung nicht angegeben, befinden sich die Wertpapiere in Girosammelverwahrung.

Die uns erteilte unbefristete Stimmrechtsvollmacht für Hauptversammlungen kann von Ihnen jederzeit schriftlich widerrufen werden. Sie können Ihre Stimmrechte selbst oder durch einen Dritten (Aktionärsvereinigung, Stimmrechtsvertreter der Gesellschaft, Verwandten, Bekannten usw.) ausüben lassen. Wir bitten Sie, diesen Depotauszug zu prüfen.

Beanstandungen richten Sie bitte unverzüglich schriftlich an unsere Revision.

Freundliche Grüße

Landesbank Baden-Württemberg



Anlage 3

Depotbestätigung der WBP

eingegangen am
-4. Juni 2007
Konzernrecht

wüstenrot

**Wüstenrot Bank AG
Pfandbriefbank**

Ein Unternehmen der
Wüstenrot & Württembergische AG

Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank, 71630 Ludwigsburg

Wüstenrot & Württembergische AG
Gutenbergstr. 30
70176 Stuttgart

Abteilung Effekten

Diesen Brief schreibt Ihnen Frau Berger
Telefon: 07141 16-5358
Telefax: 07141 16-4833
e-Mail: sabrina.berger@wuestenrot.de

Ihr Zeichen

Ihre Nachricht vom

Bitte in der Antwort angeben
Kto-Nr.

Unser Zeichen

Datum

WBP EF GDG BBA

01.06.2007

Depot-Nummer 6009 999 386

Sehr geehrte Damen und Herren,

anbei senden wir Ihnen die erbetenen, rechtsverbindlich unterzeichneten Depotbescheinigungen über den Depotbestand an Namensaktien der Wüstenrot Bausparkasse AG und der Württembergische Lebensversicherung AG per 1. Januar 2006 sowie per 31. Mai 2007, jeweils abends.

Darüber hinaus bestätigen wir hiermit, dass sich in Ihrem Depot (Nummer 6009 999 386) seit dem 1. Januar 2006 bis zum heutigen Tag ununterbrochen mindestens

66.197.753 Stück Namensaktien der Wüstenrot Bausparkasse AG
24.260 Stück Inhaberaktien der Württembergischen Lebensversicherung AG
8.744.474 Stück Namensaktien der Württembergischen Lebensversicherung AG

befunden haben.

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Anlagen

Wüstenrot Bank AG
Pfandbriefbank

Wüstenrot Bank AG
Pfandbriefbank
Im Tambour 1, 71638 Ludwigsburg
Telefax 07141 16-4337
Internet: www.wuestenrot.de

BLZ 604 200 00
UID: DE 811 837 506

Aufsichtsratsvorsitzender: Dr. Alexander Erdland
Vorstand: Wilhelm Ehlen, Torsten Lüttich

Sitz Ludwigsburg, Amtsgericht Stuttgart HRB 204567

01.06.07
10.47

DEPOTBEWERTUNG
GESAMTBESTAND

W 729 10 10
USER: T079432

W & W AG

ohne unser Obligo -----

		BASISPREIS	FÄLLIG	WKN	BEW. WÄHRUNG: EUR	6009999386
	WÄHRUNG	WP-EINSTK.	DEV-EINSTK.	KURS		KURSWERT
						SCHW. ERGEBNIS
-	WUESTENR. BANK PF.					
	5.000,00 ST/EUR		1,00		813350	
-	WUESTENROT BAUSPARK. AG					
	66198.582,00 ST/EUR		1,00		815240	
-	4,056% ERST. BK OEST. SPK.03/08FRN		28.03.08	824890		10.000.000,00
	10000.000,00 EUR	100,25	1,00	100,00 F		25.000,00-
-	WUERTT. LEBENSVERS. S.B O.N					
	24.260,00 ST/EUR		1,00		840500	958.755,20
					39,52	
-	WUERTT. LEBENSVERS. S.C+D					
	8744.474,00 ST/EUR		1,00		840502	346.193.725,66
					39,59	

AUSWAHL.: ___ STR=Struktur VER=Verknüpfen DRU/DRO=Drucken VAL=ValBes SWU=S.Ums.
(PF)13=Hilfe 15=Zurück 19=Rückw 20=Vorw

WÜSTENROT BANK AG
Pfandbriefbank
ppa. *[Handwritten Signature]*

Anlage 4a
Verlangen der W&W



Der Vorstand

04.08.06

An den
Vorstand der
Wüstenrot Bausparkasse AG

Übertragung der Aktien gegen Barabfindung

Sehr geehrte Herren,

wir halten unmittelbar rund 89,96 % der Aktien der Wüstenrot Bausparkasse AG (BSW). Weiter wird uns gemäß § 16 Abs. 4 AktG die Beteiligung von 10 % zugerechnet, welche unsere Tochtergesellschaft, die Württembergische Lebensversicherung AG, an der BSW hält. Damit gehören uns Aktien in Höhe von rund 99,96 % des Grundkapitals der Gesellschaft, so dass wir Hauptaktionär der BSW i.S.v. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG sind.

Als Hauptaktionär stellen wir hiermit gemäß § 327 a AktG das Verlangen, dass die Hauptversammlung der Wüstenrot Bausparkasse AG (BSW) die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf uns beschließt, soweit uns diese übrigen Aktien nicht nach § 16 Abs. 4 AktG zugerechnet werden.

Wir bitten Sie, die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Tagesordnung einer außerordentlichen Hauptversammlung in 2006 zu nehmen; dies stellt zugleich ein Verlangen nach § 122 Abs. 1 und 2 AktG dar.

Vor Einberufung der Hauptversammlung werden wir Ihnen eine Bankgarantie für die Erfüllung unserer Verpflichtung, den ausgeschlossenen Minderheitsaktionären, soweit deren Aktien uns nicht gemäß § 16 Abs. 4 AktG zugerechnet werden, nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen, übermitteln.

Mit freundlichen Grüßen

Vorstand:
Dr. Alexander Erdland (Vorsitzender)
Dr. Edmund Schwake (stv. Vorsitzender)
Dr. Bernhard Schareck

Aufsichtsratsvorsitzender:
Hans Dietmar Sauer

Sitz der Gesellschaft:
Stuttgart
Amtsgericht Stuttgart
HRB 20203

Wüstenrot & Württembergische AG:
70163 Stuttgart
Telefon 0711 662-0
Telefax 0711 662-4110

Anlage 4b

Bestätigung des Verlangens der W&W

An den
Vorstand der
Wüstenrot Bausparkasse AG
71630 Ludwigsburg

Der Vorstand

26.02.2007

Eingang Vorstand

08. März 2007

Verlangen zur Übertragung der Aktien gegen Barabfindung

Sehr geehrte Herren,

mit Schreiben vom 4. August 2006 haben wir als Hauptaktionär der Wüstenrot Bausparkasse AG (BSW) gemäß § 327a AktG unser Verlangen an Sie gerichtet, dass die Hauptversammlung der BSW die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf uns beschließt; dies stellte zugleich ein Verlangen nach § 122 Abs. 1 und 2 AktG dar.

Aufgrund der erforderlich gewordenen Änderung der Jahresabschlüsse 2004 und 2005 und der deshalb durchzuführenden Nachtragsprüfung wurde gemeinsam entschieden, den Squeeze Out entgegen unseres Verlangens vom 4. August 2006 nicht mehr in 2006 durchzuführen. Vielmehr ist besprochen worden, dass der Squeeze out nach Feststellung der geänderten Jahresabschlüsse 2004 und 2005 in 2007 durchgeführt werden.

Vor diesem Hintergrund bekräftigen und bestätigen wir hiermit unser Verlangen nach §§ 327a AktG, 122 Abs. 1 und 2 AktG vom 4. August 2006 und bitten Sie gemäß § 327a AktG, die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Tagesordnung einer ordentlichen oder außerordentlichen Hauptversammlung zu nehmen, die in 2007, jedoch – vor dem Hintergrund der noch zu erbringenden Vorbereitungsmaßnahmen – nicht vor Juni des Jahres stattfinden soll.

Wir halten nach wie vor unmittelbar rund 89,96 % der Aktien. Gemäß § 16 Abs. 4 AktG wird uns weiterhin die Beteiligung der Württembergische Lebensversicherung AG, an der wir rund 72 % der Aktien halten, an der BSW in Höhe von 10 % zugerechnet. Damit gehören uns Aktien in Höhe von rund 99,96 % des Grundkapitals der BSW, so dass wir weiterhin Hauptaktionär der BSW i.S.v. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG sind.

Vorstand:
Dr. Alexander Erdland (Vorsitzender)
Dr. Edmund Schwake (stv. Vorsitzender)
Dr. Bernhard Schareck
Klaus Peter Frohmüller

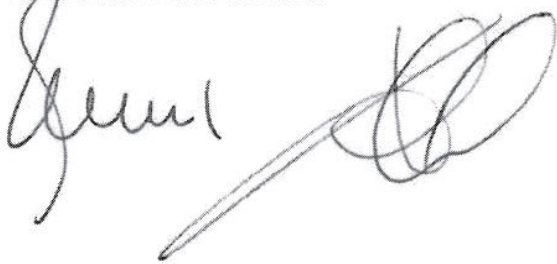
Aufsichtsratsvorsitzender:
Hans Dietmar Sauer

Sitz der Gesellschaft:
Stuttgart
Amtsgericht Stuttgart
HRB 20203

Wüstenrot & Württembergische AG:
70163 Stuttgart
Telefon 0711 662-0
Telefax 0711 662-4110

Vor Einberufung der Hauptversammlung werden wir Ihnen eine Bankgarantie für die Erfüllung unserer Verpflichtung, den ausgeschlossenen Minderheitsaktionären, soweit deren Aktien uns nicht gemäß § 16 Abs. 4 AktG zugerechnet werden, nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen, übermitteln.

Mit freundlichen Grüßen

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized name followed by a large, circular flourish.

Anlage 4c**Konkretisierung des Verlangens der W&W**

An den
Vorstand der
Wüstenrot Bausparkasse
Aktiengesellschaft

Der Vorstand
4. Juni 2007

Konkretisiertes Verlangen gemäß § 327a Abs. 1 S. 1 AktG zur Übertragung der Aktien gegen Barabfindung

Sehr geehrte Herren,

der Wüstenrot & Württembergische AG (W&W) gehören weiterhin unmittelbar rund 89,96 % und mittelbar über ihre Tochtergesellschaft, die Württembergische Lebensversicherung Aktiengesellschaft, weitere 10 %, d. h. insgesamt rund 99,96 % des Grundkapitals der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft. Damit ist die W&W Hauptaktionär der Wüstenrot Bausparkasse AG (BSW) im Sinne von § 327a AktG.

Als Hauptaktionär hat die W&W mit Schreiben vom 4. August 2006 gemäß § 327a AktG ihr Verlangen an Sie als Vorstand der BSW gerichtet, dass die Hauptversammlung der BSW die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf die W&W beschließt. Nachdem aufgrund der erforderlich gewordenen Änderung der Jahresabschlüsse 2004 und 2005 entschieden wurde, den Squeeze Out nicht mehr in 2006 durchzuführen, sondern nach Feststellung der geänderten Jahresabschlüsse 2004 und 2005 im Jahr 2007, hat die W&W mit Schreiben vom 26. Februar 2007 gegenüber Ihnen als Vorstand der BSW ihr Verlangen nach §§ 327a AktG bestätigt und verlangt, die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Tagesordnung einer ordentlichen oder außerordentlichen Hauptversammlung in 2007 zu nehmen.

Die W&W konkretisiert ihr Verlangen nunmehr dahin, dass sie als Barabfindung einen Betrag von EUR 24,00 je Stückaktie der BSW festgelegt hat.

Der Entwurf des Übertragungsbeschlusses hat danach folgenden Wortlaut:

"Die auf den Namen lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft mit Sitz in Ludwigsburg werden gemäß §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer von dem Hauptaktionär, der Wüstenrot & Württembergische AG mit Sitz in

Vorstand:
Dr. Alexander Erdland (Vorsitzender)
Dr. Edmund Schwake (stv. Vorsitzender)
Dr. Bernhard Schareck
Klaus Peter Frohmüller

Aufsichtsratsvorsitzender:
Hans Dietmar Sauer

Sitz der Gesellschaft:
Stuttgart
Amtsgericht Stuttgart
HRB 20203

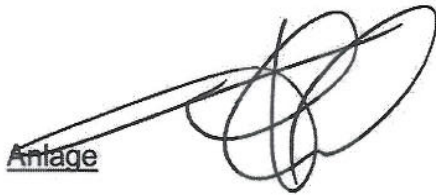
Wüstenrot & Württembergische AG:
70163 Stuttgart
Telefon 0711 662-0
Telefax 0711 662-4110

Stuttgart, zu zahlenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 24,00 je auf den Namen lautender Stückaktie auf den Hauptaktionär übertragen."

Finden Sie anbei bitte ferner eine Erklärung gemäß gemäß § 327b Abs. 3 AktG der Landesbank Baden-Württemberg, Stuttgart, vom heutigen Tag, durch welche dieses Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der W&W übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen Aktien zu zahlen.

Mit freundlichen Grüßen

Anlage

A large, stylized handwritten signature in black ink, consisting of several overlapping loops and a long horizontal stroke extending to the left.

ppa. Rubin

**Garantie für die Erfüllung der Verpflichtung der Wüstenrot & Württembergische AG zur Zahlung einer Barabfindung
Avalkonto Nr. 800 211 197**

Wir wurden davon unterrichtet, dass die Hauptversammlung der Wüstenrot Bausparkasse AG am 17. Juli 2007 auf Verlangen ihrer Hauptaktionärin, der Wüstenrot & Württembergische AG mit Sitz in Stuttgart gemäß § 327a AktG die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre ("Minderheitsaktionäre") der Wüstenrot Bausparkasse AG mit Sitz in Ludwigsburg auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen soll ("Übertragungsbeschluss"). Als Barabfindung hat die Hauptaktionärin einen Betrag von EUR 24,00 je übergegangener Aktie festgelegt.

Die Hauptaktionärin hat dem Vorstand gemäß § 327b Abs. 3 AktG vor Einberufung der Hauptversammlung die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Garantie für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen Aktien zu zahlen.

Dies vorausgeschickt, übernehmen wir hiermit die Garantie für die Erfüllung der Verpflichtung der Wüstenrot & Württembergische AG, den Minderheitsaktionären der Wüstenrot Bausparkasse AG nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Wüstenrot Bausparkasse AG unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 24,00 für jede übergegangene Aktie zu zahlen.

Soweit über die Aktien der Minderheitsaktionäre Aktienurkunden ausgegeben sind, die ab Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister und bis zu ihrer Aushändigung an die Wüstenrot & Württembergische AG den Abfindungsanspruch verbriefen, erfolgt die Zahlung Zug um Zug gegen Übertragung der jeweiligen Aktienurkunde bzw. des jeweiligen Miteigentumsanteils an der entsprechenden Globalurkunde.

Aus dieser Garantie erwirbt jeder Minderheitsaktionär einen durch die Parteien dieser Vereinbarung unaufhebbarsten Zahlungsanspruch unmittelbar gegen uns. Wir können aus dieser Garantie nur soweit in Anspruch genommen werden, wie der Anspruch auf Barabfindung besteht und nicht verjährt ist.

Diese Garantie unterliegt ausschließlich deutschem Recht.

Stuttgart, den 04. Juni 2007

Landesbank Baden Württemberg


Josef Kobler


Karin Spinner



Grutschnig, Thilo (WW/KRC)

Von: Hämmerle, Marina (BSW/R1X)
Gesendet: Dienstag, 5. Juni 2007 09:23
An: Grutschnig, Thilo (W&W/KRC)
Betreff: Eingangsbestätigung

Betreff: "Konkretisiertes Verlangen gemäß § 327a Abs. 1 S. 1 AktG zur Übertragung der Aktien gegen Barabfindung"

Guten Morgen Herr Grutschnig,

hiermit bestätigte ich Ihnen den Eingang des im Betreff genannten Schreibens per Fax am 04. Juni 2006, 17:12 Uhr, im Sekretariat von Herrn Matthias Lechner / R1

Mit freundlichen Grüßen

Wüstenrot Bausparkasse AG
Ressort 1 Sekretariat

Marina Hämmerle

Postanschrift: 71630 Ludwigsburg
Büroanschrift: Hohenzollernstraße 46, 71638 Ludwigsburg
Büro: L6 1617-19

Telefon: 07141 16-4772

Telefax: 07141 16-6085

E-Mail: <mailto:marina.haemmerle@wuestenrot.de>

Internet: <http://www.wuestenrot.de>

Wüstenrot Bausparkasse AG

Vorstand: Matthias Lechner (Vorsitzender), Bernd Hertweck, Hans-Ulrich Schulz, Jürgen Steffan

Aufsichtsratsvorsitzender: Dr. Alexander Erdland

Sitz: Ludwigsburg, Registergericht: Amtsgericht Stuttgart HRB 205323, USt-IdNr. DE 193080332



Marina
-ämmerle.vcf (4 KB)

MODUS = SPEICHER-UBERTRAGUNG

START=04-JUN 17:11

ENDE=04-JUN 17:12

DATEI-NR. = 036

STN-NR.	KOMM.	ZU/KW	NAME/RUFNUMMER	SEITEN	DAUER
001	OK	#	666065	003/003	00:02'56"
				-W&W AG	-

***** -Konzern Recht - ***** +49 711 6624547- *****

Wüstenrot & Württembergische

AKTIENGESELLSCHAFT

An den
Vorstand der
Wüstenrot Bausparkasse
Aktiengesellschaft

Der Vorstand
4. Juni 2007

Konkretisiertes Verlangen gemäß § 327a Abs. 1 S. 1 AktG zur Übertragung der Aktien gegen Barabfindung

Sehr geehrte Herren,

der Wüstenrot & Württembergische AG (W&W) gehören weiterhin unmittelbar rund 89,96 % und mittelbar über ihre Tochtergesellschaft, die Württembergische Lebensversicherung Aktiengesellschaft, weitere 10 %, d. h. insgesamt rund 99,96 % des Grundkapitals der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft. Damit ist die W&W Hauptaktionär der Wüstenrot Bausparkasse AG (BSW) im Sinne von § 327a AktG.

Als Hauptaktionär hat die W&W mit Schreiben vom 4. August 2006 gemäß § 327a AktG ihr Verlangen an Sie als Vorstand der BSW gerichtet, dass die Hauptversammlung der BSW die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf die W&W beschließt. Nachdem aufgrund der erforderlich gewordenen Änderung der Jahresabschlüsse 2004 und 2005 entschieden wurde, den Squeeze Out nicht mehr in 2006 durchzuführen, sondern nach Feststellung der geänderten Jahresabschlüsse 2004 und 2005 im Jahr 2007, hat die W&W mit Schreiben vom 26. Februar 2007 gegenüber Ihnen als Vorstand der BSW ihr Verlangen nach §§ 327a AktG bestätigt und verlangt, die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Tagesordnung einer ordentlichen oder außerordentlichen Hauptversammlung in 2007 zu nehmen.

Die W&W konkretisiert ihr Verlangen nunmehr dahin, dass sie als Barabfindung einen Betrag von EUR 24,00 je Stückaktie der BSW festgelegt hat.

Der Entwurf des Übertragungsbeschlusses hat danach folgenden Wortlaut:

"Die auf den Namen lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft mit Sitz in Ludwigsburg werden gemäß §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer von dem Hauptaktionär, der Wüstenrot & Württembergische AG mit Sitz in

Vorstand:

Dr. Alexander Erdland (Vorsitzender)
Dr. Edmund Schwake (stv. Vorsitzender)
Dr. Bernhard Schareck
Klaus Peter Frohmüller

Aufsichtsratsvorsitzender:

Hans Dietmar Sauer

Sitz der Gesellschaft:

Stuttgart
Amtsgericht Stuttgart
HRB 20203

Wüstenrot & Württembergische AG.

70163 Stuttgart
Telefon 0711 662-0
Telefax 0711 662-4110

Anlage 5

Erklärung der LBBW gemäß § 327b Abs. 3 AktG

**Garantie für die Erfüllung der Verpflichtung der Wüstenrot & Württembergische AG zur Zahlung einer Barabfindung
Avalkonto Nr. 800 211 197**

Wir wurden davon unterrichtet, dass die Hauptversammlung der Wüstenrot Bausparkasse AG am 17. Juli 2007 auf Verlangen ihrer Hauptaktionärin, der Wüstenrot & Württembergische AG mit Sitz in Stuttgart gemäß § 327a AktG die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre ("Minderheitsaktionäre") der Wüstenrot Bausparkasse AG mit Sitz in Ludwigsburg auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen soll ("Übertragungsbeschluss"). Als Barabfindung hat die Hauptaktionärin einen Betrag von EUR 24,00 je übergegangener Aktie festgelegt.

Die Hauptaktionärin hat dem Vorstand gemäß § 327b Abs. 3 AktG vor Einberufung der Hauptversammlung die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Garantie für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen.

Dies vorausgeschickt, übernehmen wir hiermit die Garantie für die Erfüllung der Verpflichtung der Wüstenrot & Württembergische AG, den Minderheitsaktionären der Wüstenrot Bausparkasse AG nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Wüstenrot Bausparkasse AG unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 24,00 für jede übergegangene Aktie zu zahlen.

Soweit über die Aktien der Minderheitsaktionäre Aktienurkunden ausgegeben sind, die ab Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister und bis zu ihrer Aushändigung an die Wüstenrot & Württembergische AG den Abfindungsanspruch verbrieft, erfolgt die Zahlung Zug um Zug gegen Übertragung der jeweiligen Aktienurkunde bzw. des jeweiligen Miteigentumsanteils an der entsprechenden Globalurkunde.

Aus dieser Garantie erwirbt jeder Minderheitsaktionär einen durch die Parteien dieser Vereinbarung unaufhebbaren Zahlungsanspruch unmittelbar gegen uns. Wir können aus dieser Garantie nur soweit in Anspruch genommen werden, wie der Anspruch auf Barabfindung besteht und nicht verjährt ist.

Diese Garantie unterliegt ausschließlich deutschem Recht.

Stuttgart, den 04. Juni 2007

Landesbank Baden Württemberg


Josef Kobler


Karin Spinner



Anlage 6

Gutachterliche Stellungnahme von SUSAT



S U S A T

SUSAT & PARTNER OHG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Hamburg, 4. Juni 2007
- 17453/H -

Gutachten

zur

Ermittlung des Unternehmenswerts

der

**Wüstenrot Bausparkasse
Aktiengesellschaft,
Ludwigsburg,**

zum 17. Juli 2007

AUSFERTIGUNG NR.

Inhaltsverzeichnis

	Seite
A. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
B. Rechtliche und wirtschaftliche Verhältnisse	3
I. Rechtliche Verhältnisse.....	3
II. Wirtschaftliche Verhältnisse	4
1. Konjunktur- und Marktumfeld	4
2. Geschäftstätigkeit der BSW.....	6
3. Tarifsysteem der BSW	6
C. Bewertungsgrundsätze und Bewertungsmethoden	9
I. Methodische Vorbemerkungen	9
1. Vorbemerkungen.....	9
2. Das Ertragswertverfahren	9
3. Der Substanzwert.....	12
4. Der Liquidationswert	12
5. Der Börsenwert	12
II. Bewertungsannahmen und Vorgehen bei der Bewertung	13
III. Analyse der Vergangenheitsergebnisse.....	17
IV. Ableitung der erwarteten Nettoausschüttungen.....	20
1. Übersicht über die Planungsrechnung und ewige Rente	21
2. Nettoausschüttungen im Planungszeitraum	21
3. Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses	34
4. Ermittlung der Ausschüttungsbeträge.....	36
D. Kapitalisierungszinssatz.....	38
I. Das Capital Asset Pricing Model (CAPM).....	38
II. Basiszinssatz	39
III. Marktrisikoprämie.....	41
IV. Ermittlung des systematischen Risikos	42
V. Wachstumsabschlag	45
E. Ermittlung des Unternehmenswerts	47
F. Alternativberechnung unter Berücksichtigung der in Umsetzung befindlichen Unternehmenssteuerreform	49
G. Schlussbemerkung	54



S U S A T

SUSAT & PARTNER OHG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Anlage

Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer
und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2002

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

Die

Wüstenrot und Württembergische Aktiengesellschaft, Stuttgart,
– im Folgenden "W&W" –

hat uns im August 2006 beauftragt, im Rahmen der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der

Wüstenrot Bausparkasse Aktiengesellschaft, Ludwigsburg,
– im Folgenden "BSW", „Bausparkasse“ oder „Gesellschaft“ –

auf die W&W gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß § 327a Abs.1 Satz 1 AktG eine Unternehmensbewertung durchzuführen. Der Auftrag wurde mit Schreiben vom 21. März 2007 schriftlich bestätigt.

Die Ermittlung des Unternehmenswerts der BSW folgt den Grundsätzen zur Unternehmensbewertung, die im Standard S 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (im Folgenden „IDW S 1“) in der Fassung vom 18. Oktober 2005 festgelegt worden sind. Entsprechend haben wir die vorliegende Bewertung auf Basis der Ertragswertmethode durchgeführt, wie sie im IDW S 1 verankert ist. Nach dieser Methode ergibt sich der Wert eines Unternehmens als Barwert aller auf den Bewertungsstichtag abgezinsten zukünftigen ausschüttungsfähigen Überschüsse. Im Sinne des IDW S 1 ermitteln wir den objektivierten Unternehmenswert der BSW in der Rolle als neutraler Gutachter.

Als Bewertungsstichtag wurde der 17. Juli 2007, der Tag der bzgl. der Übertragung Beschluss fassenden Hauptversammlung, zugrunde gelegt.

Für die Erstattung des Gutachtens standen uns im Wesentlichen die folgenden Unterlagen zur Verfügung:

- Berichte über die Prüfung der Jahresabschlüsse der BSW für die Jahre 2001 bis 2006
- Planungsrechnung der Gesellschaft für die Jahre 2007 bis 2010
- Frühere Versionen der Planungsrechnung

- Bauspartechnische Simulationsrechnungen vom 16. Mai 2007 sowie diverse vorangegangene Versionen
- Diverse weitere Unterlagen

Alle erwünschten Auskünfte wurden uns vom Vorstand der BSW bzw. den von ihm benannten Personen bereitwillig erteilt. Der Vorstand hat uns gegenüber eine Vollständigkeitserklärung abgegeben mit dem Inhalt, dass alle Angaben, die für die Erstellung des Gutachtens von Bedeutung sind, richtig und vollständig gemacht worden sind. Unsere Bewertungsergebnisse beruhen auf der Analyse von Unterlagen und Auskünften der BSW sowie ergänzend herangezogenen allgemeinen Marktinformationen.

Die für die Erstellung des Gutachtens notwendigen Arbeiten und Untersuchungen haben wir von Februar bis Juni 2007 bei der BSW in Ludwigsburg und in unserem Büro in Hamburg durchgeführt. Hierbei haben wir auch auf frühere Bewertungsarbeiten im Zeitraum August bis Oktober 2006 zurückgegriffen. Die durchgeführten Analysen und Berechnungen wurden, soweit sie nicht in diesem Gutachten dargestellt sind, in unseren Arbeitspapieren festgehalten.

Eigene Prüfungshandlungen waren nicht Gegenstand des uns erteilten Auftrags. Die von uns durchgeführten Arbeiten entsprechen nach Art und Umfang nicht den Grundsätzen ordnungsmäßiger Durchführung von Abschlussprüfungen (Prüfungsstandards des Instituts der Wirtschaftsprüfer), sondern sind dem Grunde nach auf die Beschaffung von Informationen über die Geschäftsplanungen der Gesellschaft, die Durchführung berufsblicher Plausibilitätsuntersuchungen und die Diskussion von Feststellungen mit Vertretern der BSW ausgerichtet.

Für die Durchführung dieses Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer in der Fassung vom 1. Januar 2002 maßgebend. Die Höhe unserer Haftung ist abweichend von Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen auf € 5 Mio. beschränkt. Im Verhältnis zu Dritten sind ebenfalls die Allgemeinen Auftragsbedingungen sowie die diese ergänzenden Vereinbarungen maßgebend.

B. Rechtliche und wirtschaftliche Verhältnisse

I. Rechtliche Verhältnisse

Die BSW ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Ludwigsburg und ist am 3. März 1998 im Wege einer Bargründung errichtet worden. Sie ist im Handelsregister Abteilung HR B 205323 des zuständigen Amtsgerichts in Stuttgart eingetragen.

Gegenstand des Unternehmens ist der Betrieb einer Bausparkasse sowie die Gründung, der Erwerb und die Veräußerung von Unternehmen und Beteiligungen – insgesamt oder in Teilen – sowie der Erwerb und die Veräußerung von Vermögensgegenständen jeweils im eigenen Namen, für eigene Rechnung zur Anlage des eigenen Gesellschaftsvermögens und nicht als Dienstleistung für Dritte und soweit dies im Rahmen des Gesetzes über Bausparkassen vom 16. November 1972 in seiner jeweils gültigen Fassung zulässig ist.

Die Erlaubnis zum Betreiben einer Bausparkasse wurde der BSW durch das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen erteilt. Die gesellschaftsrechtlichen Verhältnisse sind in der Satzung in der aktuellen Fassung mit den von der Hauptversammlung vom 12. Juni 2006 beschlossenen Änderungen geregelt.

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt zum Bewertungsstichtag € 171.016.306,49 und ist in 73.585.341 auf den Namen lautende Stückaktien eingeteilt.



S U S A T

SUSAT & PARTNER OHG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Seite 4

II. Wirtschaftliche Verhältnisse

1. Konjunktur- und Marktumfeld

Die wirtschaftliche Lage in Deutschland hat sich im Jahr 2006 deutlich verbessert. Das Wirtschaftswachstum wird dabei neben der nach wie vor starken Außenwirtschaft zunehmend von der Inlandsnachfrage getragen. Hierbei erhöhten sich insbesondere die Ausrüstungsinvestitionen deutlich, auch die Bauinvestitionen stiegen erstmals seit zehn Jahren wieder. Aufgrund des zuvor deutlich gestiegenen Preisniveaus und des damit verbundenen Kaufkraftverlustes der privaten Haushalte hat sich der private Konsumsektor dagegen weiterhin nur zögerlich erholt. Auftrieb sollte sich für diesen Sektor zwar aus den mit dem vorübergehenden Rückgang des Ölpreises verbundenen Kaufkraftgewinnen ergeben. Allerdings dürfte sich die merklich restriktivere Finanzpolitik ab 2007 dämpfend auswirken, die durch den Abbau von Steuervergünstigungen das zur Verfügung stehende Einkommen reduziert und durch die Mehrwertsteuererhöhung gleichzeitig die Kaufkraft einschränkt. Entsprechend besteht die Möglichkeit, dass es sich bei den beobachteten Konsumzuwächsen gegen Ende 2006 teilweise um Vorzieheffekte zur Vermeidung der seit dem 1. Januar 2007 erhöhten Mehrwertsteuer handelt und der private Konsum in 2007 entsprechend wieder geringer ausfällt.

In der Bauwirtschaft wurde der Aufschwung insbesondere vom gewerblichen Wohnungsbau getragen; hier wurden insgesamt 2,5%¹ mehr neue Bauten errichtet als im Vorjahreszeitraum. Bei den Auftragseingängen ergab sich in 2006 ein Wachstum von bis zu 22% gegenüber dem Vorjahreswert. Nach etwa 10 Jahren der Marktberingung ist daher davon auszugehen, dass sich im gewerblichen Hochbau der Angebotsüberhang weitgehend abgebaut hat und die rückläufige Entwicklung der Gewerbemieten in vielen Städten gestoppt ist. Es kann insofern unterstellt werden, dass der Aufschwung im gewerblichen Wirtschaftsbau nicht nur vorübergehender Natur ist. Bei den Baupreisen im gewerblichen Hochbau ergab sich im dritten Quartal 2006 ein deutlicherer Preisanstieg als noch in den vorhergehenden Quartalen von bis zu 3%.

¹ Alle Angaben aus Herbstgutachten 2006 der Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute e.V. im DIW Berlin

Auch im privaten Wohnungsbau ist seit Mitte 2005 ein Aufwärtstrend zu verzeichnen, so dass die Steigerung der Wohnungsbauinvestitionen in der ersten Hälfte 2006 mit 3% um fast 1%-Punkt über dem Vorjahreswert lag. Auch in der zweiten Jahreshälfte 2006 ist ein überproportionaler Zuwachs im privaten Wohnungsbau zu verzeichnen gewesen, da weiterhin viele Bauanträge, welche vor Wegfall der Eigenheimzulage eingegangen waren, abgearbeitet werden. Daneben dürften 2006 noch Vorzieheffekte bei Neu-, Ausbau- und Modernisierungsprojekten hinzugekommen sein, da viele private Bauherren die Mehrwertsteuererhöhung in 2007 zu vermeiden versuchten. Aufgrund der steigenden Nachfrage zogen aber bereits gegen Ende 2006 die Baupreise im privaten Wohnungsbau merklich an, so dass die Preissteigerung im dritten Quartal 2006 bereits bei über 3% lag. In den vorhergehenden Quartalen war dagegen keine merkliche Preisentwicklung zu verzeichnen gewesen.

Bei den Ausrüstungsinvestitionen ergab sich ein anhaltender Aufwärtstrend. Dieser wird nicht nur von den nach wie vor guten Exportaussichten, sondern zunehmend auch von der kräftigeren Binnennachfrage gestützt. Aufgrund der besseren Absatzerwartungen und der damit verbundenen steigenden Kapazitätsauslastung fragen Industriebetriebe vermehrt Erweiterungsinvestitionen nach und können diese angesichts der weitgehend günstigen Gewinnentwicklung und den weiterhin im historischen Vergleich niedrigen Zinsen vorteilhaft refinanzieren. Wie auch in den Vorjahren sind die Exporte in 2006 weiter deutlich gestiegen, was insbesondere vor dem Hintergrund der anhaltend kräftigen Weltwirtschaft zu sehen ist. Hierbei sind vor allem die Umsätze in den bisherigen und neuen EU-Ländern als Wachstumsmotor zu sehen, wohingegen sich die Exporte in die USA oder die OPEC-Staaten sowie China zuletzt etwas abschwächten.

Für 2007 ist im gewerblichen Hochbau mit einem Wachstum von rd. 2,0% zu rechnen. Im privaten Wohnungsbau ist zunächst von einer leichten Abschwächung infolge der vorgezogenen Investitionen auszugehen. Dennoch sollte sich im Eigenheimbau infolge der verbesserten Arbeitsmarktlage und der positiven Entwicklung in den höheren Einkommensgruppen eine weiterhin positive Grundtendenz zeigen, die auch von den anhaltend günstigen Refinanzierungsbedingungen unterstützt wird. Im Mietwohnungsbau, der bereits in den vergangenen Jahren an Bedeutung verloren hat, wird sich nach Abschaffung der degressiven Abschreibung das Wachstum allerdings möglicherweise weiter abschwächen.

2. Geschäftstätigkeit der BSW

Die BSW ist ein selbstständiges Unternehmen mit der Zielsetzung, auf der Grundlage der Markt- und Wettbewerbserfordernisse ihres Geschäftsgebiets einer breiten Bevölkerung Eigenheimfinanzierungsinstrumente zur Verfügung zu stellen.

Die Geschäftstätigkeit der Bausparkasse ist durch die im Bausparkassengesetz beschriebenen Tätigkeiten charakterisiert und setzt sich aus der Entgegennahme von Bauspareinlagen und Gewährung von Bauspardarlehen, der Gewährung von Vor- und Zwischenfinanzierungen, der Geldanlage sowie der Geldaufnahme am Kapitalmarkt zur Refinanzierung von Vor- und Zwischenkrediten zusammen.

Das Geschäftsgebiet der Bausparkasse erstreckt sich auf das gesamte Bundesgebiet und war zum 31. Dezember 2006 vertriebsseitig in 5 Direktionen, 17 Filialen sowie 545 Beratungsstellen eingeteilt. Daneben unterhält die Bausparkasse eine Filiale in Luxemburg.

3. Tarifsystem der BSW

In der jüngeren Vergangenheit hat die Bausparkasse diverse Umstellungen ihrer Tarifstruktur vorgenommen. Im Jahre 2003 wurde das Ideal Bausparen ABB A (Tarif A) eingeführt, das seit dem 1. April 2006 in zwei Varianten, der „Variante S“ und der „Variante R“, angeboten wird. Hierbei ist bei der Variante S zwischen der so genannten Normal- und der Wahlzuteilung zu unterscheiden.

In der nachfolgenden Übersicht sind die wesentlichen Merkmale der Tarifvarianten dargestellt:

Tarifmerkmale	Variante S		Variante R
	Normalzuteilung	Wahlzuteilung	
Guthabenzinssatz	1%	1%	1%
maximaler Guthabenzinssatz	2% bei Darlehensverzicht und Vertragslaufzeit von mindestens 7 Jahren	1%	3,25% bis zum Ablauf des 8. Kalenderjahres bei Darlehensverzicht und Vertragslaufzeit von mindestens 7 Jahren
Darlehenszinssatz	3,60%	1,90%; 2,95% oder 5,00%	4,25%
Abschlussgebühr	1% der Bausparsumme (keine Rückerstattung)	1% der Bausparsumme (keine Rückerstattung)	1% der Bausparsumme (keine Rückerstattung)
Darlehensgebühr	2% des Anfangsdarlehens	keine	2% des Anfangsdarlehens
Kontoführungsgebühr	€ 9,20 jährlich	€ 9,20 jährlich	€ 9,20 jährlich
Mindestsparzeit	keine	12 Monate ab Vertragsbeginn bis zur Beantragung	keine
Mindestsparguthaben	30, 35, 40, 45 oder 50% der Bausparsumme	keines	50% der Bausparsumme

Sämtliche aktuell angebotenen Tarifvarianten sehen derzeit eine Grundverzinsung der Bauspareinlagen von 1% vor. Während in der Variante S Normalzuteilung und in der Variante R eine Bonifikation für den Fall des Bauspardarlehensverzichts vorgesehen ist, wodurch sich der Guthabenzins auf maximal 2% bzw. 3,25% erhöhen kann, ist in der Variante S Wahlzuteilung keine Bonuszahlung vorgesehen.

Die Möglichkeit der Bestimmung der Bauspardarlehenskonditionen bestehen für den Bausparer lediglich in der Variante S Wahlzuteilung. Hier kann nach Ablauf der Mindestsparzeit von 12 Monaten die Zuteilung des Darlehens beantragt werden, wobei der Bausparer entweder die Darlehenshöhe und den Darlehenszins oder den Tilgungsbeitrag und den Darlehenszins selbst festlegen darf.

Während in der Variante S Wahlzuteilung keine Darlehensgebühr vorgesehen ist, beträgt diese in den beiden anderen Fällen jeweils 2% des Anfangsdarlehensbetrags.

Neben diesen im Neugeschäft aktuell vertriebenen Tarifvarianten sind die Bestände der BSW sowohl an Bauspardarlehen als auch an Bauspareinlagen durch eine Vielzahl älterer

Tarife geprägt, die zum Teil wesentlich abweichende Verzinsungs- und sonstige Konditionen aufweisen.

Die BSW plant, im April 2008 neue Tarife einzuführen. Hierbei soll es sich um differenzierte Tarife handeln, die auf die Gewohnheiten und Anforderungen der unterschiedlichen Bausparergruppen optimaler eingehen. Es stehen zum heutigen Zeitpunkt allerdings weder die verschiedenen Varianten noch die Ausgestaltung der einzelnen Tarifkomponenten fest.

C. Bewertungsgrundsätze und Bewertungsmethoden

I. Methodische Vorbemerkungen

1. Vorbemerkungen

Der Unternehmenswert der BSW basiert auf deren Ertragswert. Die Ableitung des Unternehmenswerts erfolgte auf Basis von ungerundeten Berechnungen bis in den Nachkommastellenbereich. Die in diesem Bericht enthaltenen Zahlenangaben sind maschinell gerundet. Es können sich daher darstellungsbedingt Rundungsabweichungen ergeben.

2. Das Ertragswertverfahren

Der Wert eines Unternehmens wird nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre, im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer und in der Rechtsprechung im Allgemeinen als Barwert der erwarteten Nettoausschüttungen (bei Kapitalgesellschaften) oder der erwarteten Nettoentnahmen (bei Einzelkaufleuten und Personengesellschaften) einschließlich des Werts des gesondert zu bewertenden nicht betriebsnotwendigen Vermögens bestimmt. Dies ist der Ertragswert des Unternehmens.

Die in diesem Gutachten angewandten Grundsätze und Methoden gelten in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert. Sie haben ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere im Standard IDW S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ gefunden und sind auch in der Rechtsprechung überwiegend anerkannt.

Beim Ertragswertverfahren wird der Unternehmenswert als Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse aus dem betriebsnotwendigen Vermögen und dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen ermittelt, wobei im Rahmen der Ermittlung der zukünftigen Überschüsse insbesondere die grundsätzliche Ausschüttungsfähigkeit auf Basis erwarteter handelsrechtlicher Überschüsse, die Finanzierbarkeit von Ausschüttungen und die Erhaltung der Ertrag bringenden Substanz einschließlich der hierzu notwendigen Investitionen als Nebenbedingungen beachtet werden müssen. Zur Ertragswertermittlung ist es damit erforderlich, eine integrierte

Planungsrechnung, im Falle von Bausparkassen bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnungen und Bilanzen, der Bewertung zugrunde zu legen.

Bzgl. der Ausschüttung der erzielten Jahresüberschüsse sieht der IDW S 1 in der Fassung vom 18. Oktober 2005 für den Zeitraum der Phase 1 (Detailplanungszeitraum) grundsätzlich eine Orientierung am individuellen Unternehmenskonzept des Bewertungsobjekts und für Phase 2 (nachhaltiger Zeitraum) am Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage vor, soweit keine Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur etc. zu beachten sind.

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

Die auf der Unternehmensebene nach derzeit gültigem Steuerrecht entstehende Gewerbeertragsteuer und Definitiv-Körperschaftsteuer sind von den zu kapitalisierenden finanziellen Überschüssen abzusetzen. Nach dem zum 1. Januar 2001 eingeführten Halbeinkünfteverfahren werden Gewinne unabhängig davon, ob sie einbehalten oder ausgeschüttet werden, mit einer Definitiv-Körperschaftsteuer in Höhe von 25% belastet.

Auch Ertragsteuern der Unternehmenseigner (Einkommensteuer, ggf. Kirchensteuer, Solidaritätszuschlag), die aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehen, sind nach der Theorie der Unternehmensbewertung grundsätzlich in die Unternehmensbewertung einzu beziehen. Bewertungsrelevante Unterschiede zwischen einer Vor- und einer Nachsteuerrechnung können insbesondere bei jährlich stark schwankenden Überschüssen, bei wesentlichem nicht betriebsnotwendigen Vermögen, bei latenten Körperschaftsteuererstattungsansprüchen sowie bei Bestehen steuerlicher Verlustvorträge auftreten. Zur Berücksichtigung der Steuereffekte auf die zu kapitalisierenden Überschüsse und den Kapitalisierungszins empfiehlt der Standard IDW S 1 die Zugrundelegung einer typisierten Steuerbelastung der Unternehmenseigner von 35%. Beim Anteilseigner ist seit Einführung des Halbeinkünfteverfahrens die Hälfte der Einkünfte aus der Ausschüttung einkommensteuerpflichtig.

Durch die derzeit in Umsetzung befindliche Steuerreform wird sich die Besteuerung sowohl auf Unternehmens- als auch auf Anteilseignerebene ändern. Die möglichen Auswirkungen haben wir in einer Alternativrechnung in Abschnitt F ermittelt.

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

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

Zur Sicherstellung der Risikoäquivalenz mit dem Bewertungsobjekt wird der Basiszins als durchschnittliche Rendite risikoarmer Anlagen dann mittels eines Risikozuschlags angepasst. Der Risikozuschlag wird üblicherweise auf Basis von Kapitalmarktdaten nach dem so genannten Tax Capital Asset Pricing Model (Tax-CAPM) abgeleitet. Ausgangspunkt ist dabei die Renditedifferenz zwischen der Anlage in einem Aktienportfolio und der Anlage in risikoarmen Wertpapieren. Diese so genannte Überrendite bildet ein durchschnittlich ausgeprägtes unternehmerisches Risiko ab und wird, je nach Ergebnis der Analyse der spezifischen Risiken des Bewertungsobjekts, nach oben oder nach unten angepasst.

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

schüssen aus der Einzelverwertung angesetzt und in den Gesamtunternehmenswert eingerechnet. Daneben sind wesentliche nicht betriebsnotwendige Beteiligungen des Bewertungsobjekts im Wege des so genannten „Anhängeverfahrens“ gesondert mit dem Ertragswert zu bewerten.

3. Der Substanzwert

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

4. Der Liquidationswert

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

5. Der Börsenwert

Da die Aktien der BSW nicht börsennotiert sind, kann ein Börsenwert im vorliegenden Fall nicht berücksichtigt werden.

II. Bewertungsannahmen und Vorgehen bei der Bewertung

Bewertungsobjekt ist die BSW mit ihren Beteiligungen (Wüstenrot Immobilien GmbH (WI), der W&W Informatik GmbH (IT-GmbH), der GFW – Gesellschaft zur Förderung von Wohneigentum mbH (GFW) und Miethaus und Wohnheim GmbH i.L. (MuW)) als wirtschaftliche Einheit. Die zukünftige Entwicklung der Bausparkasse wurde in einer vom Vorstand verabschiedeten Plangewinn- und -verlustrechnung der BSW für die Jahre 2007 bis 2010 dargelegt. Das Planergebnis für 2007 entspricht dabei der aktuellsten verfügbaren Hochrechnung.

Die Bewertung geht von der Annahme aus, dass die Geschäftstätigkeit der BSW nicht zeitlich begrenzt ist, sondern dauerhaft weitergeführt wird (Going-concern-Prämisse). Der Stichtag der Bewertung ist der 17. Juli 2007.

Der Geschäftsplan bzw. die Planung der BSW basiert, insbesondere was den Zinsüberschuss betrifft, auf der erwarteten Entwicklung der Kredit- und Einlagenvolumina sowie anderer verzinslicher Aktiv- und Passivposten, wie sie zum heutigen Zeitpunkt bestehen bzw. zukünftig generiert werden können. Die Entwicklung der Volumina und ihrer durchschnittlichen Verzinsung ist in der Zukunft von einer Reihe von Faktoren abhängig, die teilweise voneinander abhängen. Um diese Interdependenzen in einem geschlossenen System zu modellieren, werden so genannte „bauspartechische Simulationen“ durchgeführt (im Folgenden „BT-Simulation“). In diesen werden auf Basis von Verhaltensmustern der Bausparer in der Vergangenheit Verhaltenswahrscheinlichkeiten für die Zukunft abgeleitet und hierauf aufbauend Langfristprognosen hinsichtlich der Bestands- und Ertragsentwicklungen entwickelt, die die Basis für die Zinsüberschussplanungen als Teil der mittelfristigen Planungsrechnungen des Zeitraums 2007 bis 2010 darstellen.

Bezüglich der bei der BT-Simulation getroffenen Prämissen kommt der Annahme des allgemeinen Zinsniveaus eine zentrale Bedeutung zu. Die gesellschaftseigene Planung geht hierbei von einem Anstieg des Marktzinsniveaus über die nächsten Jahre aus. Als Referenzzinssatz wurde dabei ein langfristiger Durchschnittszinssatz der 10-jährigen Pfandbriefrendite in Höhe von 4,75% (ab Januar 2018) zugrunde gelegt. Um der Bewertung der BSW ein konsistentes Prämissengerüst zugrunde zu legen, wurde mit Blick auf die im Rahmen der Ableitung

des Kapitalisierungszinssatzes, insbesondere des Basiszinssatzes (siehe Abschnitt D.II), verwendete Datengrundlage zusätzlich eine BT-Simulation für einen Simulationszeitraum von 30 Jahren auf Basis einer 10-jährigen Pfandbriefrendite von rd. 4,25% durchgeführt, so dass eine Interpolation auf den zum verwendeten Basiszinssatz konsistenten Referenzzinssatz möglich ist. Die Ergebnisse dieser langfristigen BT-Simulation (bis zum Jahr 2037) wurden dahingehend in die Bewertung einbezogen, dass sich die auf Basis der Simulation langfristig ergebenden Strukturverschiebungen zwischen einzelnen Bilanzpositionen (insbes. Erhöhung des Anlagegrads der BSW) sowie innerhalb einzelner Bilanzpositionen (insbes. durch einen sich verändernden Tarfmix durch die Substitution von Altтарifen durch aktuelle Tarife) in ihren Auswirkungen auf die nachhaltige Verzinsung der Aktiv- und Passivbestände der BSW berücksichtigt wurden. Da die Darlehens- und Einlagenbestände der BSW nach 2010 zunehmend durch die aktuellen Tarife, die im Vergleich zu älteren Tarifen auf das derzeitige, der Bewertung zugrunde liegende Zinsumfeld besser abgestimmt sind, dominiert werden, führt dies zu einem sehr deutlichen Anstieg der nachhaltigen Zinsmarge und damit des nachhaltigen Zinsüberschusses. Zum Ende des BT-Simulationszeitraums sind die Bestände der BSW praktisch vollständig durch die aktuellen Tarife geprägt.

Die Berücksichtigung der BT-Simulation im Rahmen der Ableitung der ewigen Rente impliziert die Prämisse eines langfristig stabilen Zins- und Tarifumfelds der BSW. Nur unter dieser Prämisse stellt sich der oben beschriebene positive Effekt auf den nachhaltigen Zinsüberschuss ein. Mit Blick auf die sich tatsächlich beständig ändernden Kapitalmarkt- und Wettbewerbsbedingungen, unter denen eine Bausparkasse operiert, ist diese Annahme nicht unbedingt realistisch oder zumindest nicht realistischer als die Annahme sich zukünftig wiederum verändernder Marktbedingungen. Zwar liegt der Ableitung des Basiszinssatzes auf Basis der aktuellen Zinsstrukturkurve (Näheres hierzu vgl. Abschnitt D.II) implizit die Prämisse einer dauerhaft stabilen Zinsstrukturkurve zugrunde, so dass diese Prämisse aus Konsistenzgründen auch der Ableitung des Zinsüberschusses in der ewigen Rente zugrunde zu legen ist. Allerdings können unter stabilen Kapitalmarktbedingungen andere externe Veränderungen, insbesondere aufgrund des bestehenden Wettbewerbsdrucks im Bereich der Immobilienfinanzierung, weiterhin zukünftige Tarifanpassungen erforderlich machen, die zu einer von den Ergebnissen der langfristigen BT-Simulation abweichenden Entwicklung der langfristigen Zinsmarge der BSW führen können. Vor diesem Hintergrund wäre es u.E. auch

vertretbar, die nachhaltige Entwicklung des Zinsüberschusses der BSW auf Basis ihrer durchschnittlichen Profitabilität im Vergangenheits- und Planungszeitraum abzuleiten, die die Fähigkeit der BSW widerspiegelt, in einem Umfeld sich ändernder Marktbedingungen bei gegebener hoher Wettbewerbsintensität auf Basis ihres Geschäftsvolumens bestimmte Zinsüberschüsse zu erwirtschaften. Da die langfristige BT-Simulation jedoch eine immerhin mögliche, wenn auch tendenziell sehr positive langfristige Entwicklung der Zinsmarge der BSW zeichnet, wurde sie dennoch zur Ableitung des nachhaltigen Zinsüberschusses herangezogen, wodurch sich im Vergleich zur oben beschriebenen Alternative ein deutlich höherer Unternehmenswert der BSW ergibt.

Aus Gründen der Konsistenz wurde nachhaltig auch die Verzinsung der außerkollektiven Aktiv- und Passivpositionen an die Zinsstruktur, wie sie der Ableitung des Basiszinssatzes zugrunde liegt, angepasst. Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass sich im Zuge des Umschlags der jeweiligen Bestände deren durchschnittliche Verzinsung sukzessive der für Bewertungszwecke angenommenen aktuellen Zinsstruktur annähert.

Die voraussichtliche Entwicklung der BSW hängt von diversen weiteren wesentlichen Parametern ab. Im Rahmen der Planungsannahmen für den Planungszeitraum wird von einem leicht wachsenden Bruttoinlandsprodukt ausgegangen (Wachstum 2,3%). Bei den (realen) Wohnungsbauinvestitionen wird für 2007 zunächst mit einem leicht rückläufigen Wachstum von -0,5% und in den Folgejahren von 1,5% (2008) bzw. 1,0% (2009 und 2010) gerechnet. Es wird des Weiteren davon ausgegangen, dass die Arbeitslosenquote leicht von 9,8% in 2007 auf 8,5% in 2010 zurückgeht und gleichzeitig das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte um 2,6% in 2007 bzw. 3,1% in 2008 und um jeweils 2,0% in 2009 und 2010 steigt. Die Sparquote liegt dabei annahmegemäß bei rd. 10,3% bis 10,5%. Die in der Planungsrechnung unterstellte und implizit enthaltene Preissteigerungsrate liegt dabei bei 2,0% über den gesamten Planungszeitraum.

Da die zukünftigen Ausschüttungen um persönliche Ertragsteuern gekürzt wurden, um den objektivierten Unternehmenswert der Bausparkasse darzustellen, sind auch bei der Alternativanlage – dargestellt im Kapitalisierungszins – die persönlichen Ertragsteuern eines typisierten Anlegers entsprechend zu kürzen. Für den Planungszeitraum ist gemäß IDW S 1

grundsätzlich die von der Gesellschaft geplante Ausschüttungsquote anzusetzen. Die Planung der BSW geht grundsätzlich zwar von einer Vollausschüttung aus. Gleichzeitig bestehen jedoch Überlegungen, eine Ausschüttungsquote von 35% bis 40% anzustreben. Mit Blick auf die Wert erhöhende Auswirkung einer reduzierten Ausschüttungsquote haben wir unserer Bewertung eine Ausschüttungsquote von 35% zugrunde gelegt. Für den nachhaltigen Zeitraum ist gemäß IDW S 1 auf eine marktübliche Ausschüttungsquote abzustellen. Entsprechend haben wir für den Zeitraum ab 2011 eine Ausschüttungsquote in Höhe von 50% unterstellt, welche sich am durchschnittlichen Ausschüttungsverhalten in der Finanzdienstleistungsbranche orientiert. Die im Rahmen dieser nur aus bewertungstechnischer Sicht anzusetzenden Thesaurierungen werden im Rahmen der Ableitung des Unternehmenswerts für einen typisierten Anleger derzeit vollständig als einkommensteuerfreie Kursgewinne berücksichtigt.



S U S A T

SUSAT & PARTNER OHG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Seite 17

III. Analyse der Vergangenheitsergebnisse

Grundlage der Vergangenheitsanalyse waren die Geschäftszahlen der Jahre 2004 bis 2006. Die Entwicklung der Vermögenslage der BSW in diesem Zeitraum ist in der folgenden Tabelle dargestellt:

	IST					
	2004		2005		2006	
	€ Mio.	in %	€ Mio.	in %	€ Mio.	in %
Aktiva						
Barreserve	1	0,0%	2	0,0%	4	0,0%
Forderungen an Kreditinstitute	4.191	22,3%	5.258	27,0%	5.219	27,4%
Forderungen an Kunden	13.453	71,7%	13.083	67,3%	12.423	65,3%
Schuldverschreibungen	1.025	5,5%	1.008	5,2%	1.166	6,1%
Aktien/Anteile an verbundenen Unternehmen	0	0,0%	0	0,0%	96	0,5%
Immat. Vermögensgegenstände und Sachanlagen	24	0,1%	19	0,1%	11	0,1%
Sonstige Vermögensggst.	73	0,4%	67	0,3%	115	0,6%
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten	2	0,0%	1	0,0%	1	0,0%
Summe Aktiva	18.768	100,0%	19.438	100,0%	19.035	100,0%
Passiva						
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	2.652	14,1%	2.935	15,1%	2.667	14,0%
Verbindlichkeiten ggü. Kunden	14.412	76,8%	14.845	76,4%	14.736	77,4%
Verbriefte Verbindlichkeiten	71	0,4%	53	0,3%	48	0,3%
Sonstige Verbindlichkeiten	92	0,5%	93	0,5%	89	0,5%
Rückstellungen	435	2,3%	449	2,3%	571	3,0%
Fonds zur Absicherung	306	1,6%	283	1,5%	261	1,4%
Eigenkapital	799	4,3%	781	4,0%	662	3,5%
Summe Passiva	18.768	100,0%	19.438	100,0%	19.035	100,0%

Das Geschäftsvolumen der BSW ist, gemessen an der Bilanzsumme, von 2004 bis 2006 durchschnittlich um ca. 0,7% p.a. gewachsen. Das Wachstum war aktivseitig dabei wesentlich durch die Ausweitung der Forderungen an Kreditinstitute getrieben, was vor allem vor dem Hintergrund einer fristenkongruenten Anlage von zumeist langfristigen Einlagenmitteln zu sehen ist. Hierdurch wird die Entwicklung der Ausweitung der Kredite zur Vor- und Zwischenfinanzierung (im Folgenden „Zwischenkredite“ oder „Zwischendarlehen“) innerhalb der Forderungen an Kunden, welche in der Regel kurzfristiger Natur sind, kompensiert. Der Anteil dieser Kreditgattung an den Forderungen an Kunden ist von 2004 bis 2006 von 69% auf 72% gestiegen, während der Anteil der Bauspardarlehen aus Zuteilungen von 30% auf 27% gesunken ist.

Passivseitig wurde das Wachstum der BSW im Wesentlichen durch eine Ausweitung der Bauspareinlagen begründet. Im Gegensatz zur Aktivseite verzeichneten die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten ein etwas unterproportionales Wachstum. Das Eigenkapital der Gesellschaft ist zuletzt aufgrund der Auflösung der Gewinnrücklagen zur Verlustdeckung von € 781 Mio. in 2005 auf € 662 Mio. in 2006 zurückgegangen. Die Kernkapitalquote bezogen auf die Risikoaktiva lag damit zuletzt bei rd. 8,3%. Die gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Eigenmittelausstattung waren zu jeder Zeit erfüllt.

Bei der Analyse der Ertragslage der BSW in der Vergangenheit kann zwischen internem und externem Betriebsergebnis unterschieden werden, wobei unterhalb des internen Betriebsergebnisses im Wesentlichen Sondereinflüsse wie einmalige Erträge und Aufwendungen, Dotationen oder Auflösungen von Reserven und Ähnliches dargestellt werden. Eine Analyse der einmaligen und nicht wiederkehrenden Positionen vor dem internen Betriebsergebnis in der Vergangenheit führte zu keinen wesentlichen Feststellungen, so dass hier kein Bedarf für Bereinigungen entstand.

Die Ertragslage der BSW ist in der folgenden Tabelle ersichtlich:

	IST					
	2004		2005		2006	
	€ Mio.	in %	€ Mio.	in %	€ Mio.	in %
Zinsüberschuss	321,06	96,2%	332,94	96,4%	295,32	94,6%
Provisionsüberschuss	-1,10	-0,3%	-2,58	-0,7%	-2,39	-0,8%
Sonstige betriebliche Erträge	13,76	4,1%	15,17	4,4%	19,17	6,1%
Gesamterträge	333,72	100,0%	345,53	100,0%	312,09	100,0%
Personalaufwendungen	-193,79	-58,1%	-198,93	-57,6%	-187,05	-59,9%
Andere Verwaltungsaufw.	-181,65	-54,4%	-161,81	-46,8%	-164,93	-52,8%
Sonst. betr. Aufwendungen	-5,55	-1,7%	-4,21	-1,2%	-14,94	-4,8%
Dienstleistungsergebnis	76,60	23,0%	73,08	21,2%	67,81	21,7%
Gesamtaufwendungen	-304,38	-91,2%	-291,86	-84,5%	-299,11	-95,8%
Risikovorsorge	-17,26	-5,2%	-31,42	-9,1%	-63,76	-20,4%
Internes Betriebsergebnis	12,07	3,6%	22,25	6,4%	-50,77	-16,3%
Sondereinflüsse	0,00	0,0%	0,00	0,0%	-64,90	-20,8%
Aufl. Reserv. §§ 340f & g HGB	14,00	4,2%	19,60	5,7%	22,43	7,2%
Aufl. BT Fonds	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Externes Betriebsergebnis	26,07	7,8%	41,85	12,1%	-93,24	-29,9%
Sonstige Steuern	-0,40	-0,1%	-0,30	-0,1%	-0,37	-0,1%
Ertragsteuer und sonst. Steuern	-10,23	-3,1%	-12,31	-3,6%	15,70	5,0%
Jahresüberschuss	15,45	4,6%	29,23	8,5%	-77,92	-25,0%

Im betrachteten Vergangenheitszeitraum entwickelten sich die Gesamterträge insgesamt rückläufig, wobei insbesondere Zins- und Provisionsüberschuss in den einzelnen Perioden Schwankungen unterlagen. Während sich die Personalaufwendungen in etwa proportional zu den Gesamterträgen, also leicht rückläufig entwickelten, gingen die anderen Verwaltungsaufwendungen überproportional zurück, so dass sich ihre Quote bezogen auf die Gesamterträge von fast 55% in 2004 auf rd. 53% in 2006 reduzierte. Hintergrund sind hierbei vor allem die deutlich rückläufigen konzerninternen Kostenverrechnungen, insbesondere in Bezug auf IT-Aufwendungen, da im betrachteten Vergangenheitszeitraum Redundanzen bei der Hardware und den Rechenzentrumskapazitäten abgebaut werden konnten. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen bestehen im Wesentlichen aus Zuführungen zu den Rückstellungen (Kontoführungsgebühr, Prozessrisiken, und drohende Verluste aus schwebenden Geschäften (Bürgschaftsverpflichtungen und Bewertung von Swaps)).

Bei den Risikokosten ist im betrachteten Vergangenheitszeitraum keine eindeutige Entwicklung zu beobachten. Die tatsächlichen Forderungsausfälle liegen in diesem Zeitraum etwas

unterhalb der ausgewiesenen Abschreibungen auf Forderungen und Zuführungen zu den Einzel- und Pauschalwertberichtigungen. Bezogen auf den Forderungsbestand ist die Ausfallquote im Betrachtungszeitraum von 18,3 auf 27,7 Basispunkte angestiegen und setzt damit einen seit Mitte der neunziger Jahre beobachtbaren Trend fort. Diese Entwicklung ist insbesondere auf eine durch die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zunehmend belastete Bonität des Kundenstamms zurückzuführen. Der handelsrechtliche Ausweis ist in 2006 von Abschreibungen auf Wertpapiere geprägt, welche in dieser Form im Planungszeitraum nicht mehr zu erwarten sind.

Insgesamt ist von 2004 bis 2006 vor allem aufgrund der Mehraufwendungen bei der Risikovorsorge im Wertpapierbereich ein Rückgang des internen Betriebsergebnisses zu beobachten. Unterhalb des internen Betriebsergebnisses ist die Entwicklung der Gewinn- und Verlustrechnung der BSW durch einmalige Effekte geprägt, welche vor allem die Auflösungen der Reserven nach §§ 340f und g HGB und in 2006 daneben die Bildung von Rückstellungen für Interessenausgleich und Sozialplan betreffen. Das externe Ergebnis entwickelte sich aufgrund dieser Effekte, die den positiven Trend beim internen Ergebnis überkompensierten, im Betrachtungszeitraum insgesamt deutlich negativ.

IV. Ableitung der erwarteten Nettoausschüttungen

Bei der Ableitung der Nettoausschüttungen sind zwei Phasen zu unterscheiden. In der ersten Phase werden die Nettoausschüttungen auf Basis der gesellschaftseigenen Planung abgeleitet. In der zweiten Phase, dem Zeitraum jenseits des Planungshorizonts der gesellschaftseigenen Planung, liegt der Ableitung der Nettoausschüttungen die durchschnittliche, nachhaltige Ertragskraft des Bewertungsobjekts in einer Periode zugrunde, die als sog. „ewige Rente“ angesehen und in einen entsprechenden Barwert umgewandelt wird.

1. Übersicht über die Planungsrechnung und ewige Rente

Die um bewertungsbedingte Anpassungen ergänzte und bereinigte Planung der Gewinn- und Verlustrechnung der BSW für 2007 bis 2010 und die Ableitung der ewigen Rente, wie sie der Ertragsbewertung zugrunde liegt, sind der folgenden Übersicht zu entnehmen.

	IST						PLAN									
	2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010		nachhaltig	
	€ Mio.	in %	€ Mio.	in %	€ Mio.	in %	€ Mio.	in %	€ Mio.	in %	€ Mio.	in %	€ Mio.	in %	€ Mio.	in %
Zinsüberschuss	321,06	96,2%	332,94	94,4%	295,32	94,0%	319,46	96,6%	358,14	102,6%	387,81	102,6%	410,11	102,0%	518,04	99,6%
Provisionsüberschuss	-1,10	-0,3%	-2,58	-0,7%	-2,39	-0,8%	-14,90	-4,5%	-16,50	-4,6%	-19,70	-5,2%	-18,20	-4,5%	-8,11	-1,6%
Sonstige betriebliche Erträge	13,76	4,1%	15,17	4,4%	19,17	5,1%	26,23	7,9%	13,28	3,7%	10,37	2,7%	10,00	2,5%	10,10	1,9%
Gesamterträge	333,72	100,0%	345,53	100,0%	312,09	100,0%	330,79	100,0%	354,92	100,0%	378,48	100,0%	401,91	100,0%	520,03	100,0%
Personalaufwendungen	-193,79	-58,1%	-198,93	-57,6%	-187,05	-59,9%	-161,70	-48,9%	-147,20	-41,5%	-127,40	-33,7%	-124,10	-30,9%	-125,47	-24,1%
Andere Verwaltungsaufw.	-181,65	-54,4%	-161,81	-46,8%	-164,93	-52,9%	-161,32	-48,8%	-145,57	-41,0%	-127,99	-33,8%	-133,00	-33,1%	-133,44	-25,7%
Sonst. betr. Aufwendungen	-5,55	-1,7%	-4,21	-1,2%	-14,94	-4,8%	-3,60	-1,1%	-3,60	-1,0%	-3,60	-1,0%	-3,60	-0,9%	-3,64	-0,7%
Dienstleistungsergebnis	76,60	22,0%	73,08	21,2%	67,81	21,7%	70,44	21,3%	66,00	18,6%	65,85	17,4%	67,29	16,7%	67,96	13,1%
Gesamtaufwendungen	-304,38	-91,2%	-291,86	-84,5%	-299,11	-95,8%	-256,18	-77,4%	-230,36	-64,9%	-193,14	-51,0%	-193,41	-48,1%	-194,59	-37,4%
Risikovorsorge	-17,26	-5,2%	-31,42	-9,1%	-63,76	-20,4%	-31,50	-9,5%	-31,18	-8,8%	-30,87	-8,2%	-30,55	-7,6%	-31,10	-6,0%
Internes Betriebsergebnis	12,07	3,6%	22,25	6,4%	-60,77	-19,3%	43,12	13,0%	93,38	26,3%	154,47	40,8%	177,95	44,3%	294,35	56,6%
Sondereinflüsse	0,00	0,0%	0,00	0,0%	-64,90	-20,8%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Aufl. Reserv. §§ 340f & g HGB	14,00	4,2%	19,60	5,7%	22,43	7,2%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Aufl. BT Fonds	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Externes Betriebsergebnis	26,07	7,8%	41,85	12,1%	-93,24	-29,9%	43,12	13,0%	93,38	26,3%	154,47	40,8%	177,95	44,3%	294,35	56,6%
Sonstige Steuern	-0,40	-0,1%	-0,30	-0,1%	-0,37	-0,1%	-0,30	-0,1%	-0,30	-0,1%	-0,30	-0,1%	-0,30	-0,1%	-0,30	-0,1%
Ertragsteuer und sonst. Steuern	-10,23	-3,1%	-12,31	-3,6%	15,70	5,0%	-6,82	-2,1%	-15,02	-4,2%	-44,34	-11,7%	-67,92	-16,9%	-112,43	-21,6%
Jahresüberschuss	15,45	4,6%	29,23	8,5%	-77,92	-25,0%	35,99	10,9%	78,05	22,0%	109,83	29,0%	109,73	27,3%	181,62	34,9%

Entsprechend der modifizierten Planung (Einzelheiten hierzu siehe unten) der Bausparkasse ergibt sich eine positive Gesamtentwicklung. Das Zinsergebnis, das in der Vergangenheit einen Beitrag von 95% bis 96% zum Gesamtertrag lieferte, steigt anteilig im Planungszeitraum zu Lasten der sonstigen betrieblichen Erträge und des Provisionsüberschusses an. Nachhaltig ergibt sich insbesondere durch die positiven Effekte, die sich aus der Einbeziehung der Ergebnisse der BT-Simulation bei der Ableitung des nachhaltigen Zinsüberschusses ergeben (vgl. Abschnitt II.), nochmals ein überproportionaler Anstieg im Zinsüberschuss.

Das Wachstum der Gesamterträge zwischen 2007 und 2010 liegt im Durchschnitt bei etwa 6,7%. Da sich insbesondere die Personalaufwendungen aufgrund der laufenden Restrukturierung bei der BSW deutlich unterproportional zu den Erträgen entwickeln, ergibt sich im internen Betriebsergebnis ein positiver Trend. Das Wachstum liegt hier im Durchschnitt bei 60,7% p.a.

2. Nettoausschüttungen im Planungszeitraum

Der Bewertung der Bausparkasse wurde, wie in Abschnitt II dargelegt, der Geschäftsplan der BSW für die Jahre 2007 bis 2010 zugrunde gelegt. Im Rahmen unserer Bewertungsarbeiten

haben wir den Geschäftsplan mit Vertretern der BSW ausführlich hinsichtlich der zentralen Annahmen und der Entwicklung der Vermögens- und Ertragslage der BSW in der Vergangenheit diskutiert. Im Ergebnis unserer Analysen ist der Geschäftsplan für 2007 bis 2010 die zukünftige Ertragskraft des Bausparkassenbetriebes der BSW unter der Prämisse der erfolgreichen Umsetzung des Restrukturierungskonzeptes als ambitioniert, gleichwohl realistisch erreichbar einzustufen. Plananpassungen waren daher lediglich aus bewertungstechnischen Gründen vorzunehmen.

Im Folgenden werden die wesentlichen Entwicklungen, die auf Basis des Geschäftsplans bei den einzelnen GuV-Positionen der BSW bis 2010 zu erwarten sind, dargestellt. Hierbei werden auch die bewertungstechnisch bedingten Anpassungen erläutert.

2.1. Zinsergebnis

Der Zinsüberschuss einer Bausparkasse ergibt sich aus den Beständen an verzinslichen Aktiva und Passiva sowie aus den Zinskonditionen der jeweiligen Bestände. Dabei ist zwischen dem sog. Kollektivgeschäft und dem sog. außerkollektiven Geschäft zu unterscheiden. Das Kollektivgeschäft wird aktivseitig durch die Bauspardarlehen und passivseitig durch die Bauspareinlagen bestimmt. Die übrigen Bilanzpositionen sind dem außerkollektiven Geschäft zuzuordnen.

Im Folgenden wird die Entwicklung des Zinsüberschusses der BSW im relevanten Planungszeitraum diskutiert. Dabei werden detailliert die unterliegenden Entwicklungen bei den Volumina sowie den Konditionen der unterschiedlichen Bilanzpositionen erläutert.

Die Bauspareinlagen und Bauspardarlehen definieren den so genannten Kollektivbereich. Dieser umfasst zum einen in der Ansparphase befindliche Bausparverträge (Bauspareinlagen) und zum anderen bereits ausgereichte, d.h. „zugeteilte“ Bauspardarlehen. Das Verhältnis der Baudarlehen zu den Bauspareinlagen definiert den so genannten „Anlagengrad“.

Wenn, wie im Fall der BSW, die Bauspareinlagen die Baudarlehen deutlich übersteigen, müssen die übersteigenden Mittel außerkollektiv angelegt werden. Dies erfolgt in erste Linie durch die Vergabe von Zwischendarlehen. Hierbei ergibt sich in der Regel eine Fristeninkon-

gruenz, da die Zwischendarlehen im Durchschnitt eine geringere Fristigkeit aufweisen als die sie finanzierenden Bauspareinlagen. Hieraus ergibt sich ein Zinsänderungsrisiko, da kurzfristige Aktivbestände sich schneller an eine verändernde Zinslandschaft anpassen als die Einlagen auf der Passivseite. Vor diesem Hintergrund betreibt die BSW einen aktiven Fristenausgleich durch die zusätzliche außerkollektive Geldmittelaufnahme und -anlage am Kapitalmarkt.

Verzichtet der Bausparer nach Zuteilung auf das Bauspardarlehen, erhöht sich in den meisten derzeit im Bestand befindlichen Tarifen die Guthabenverzinsung durch Bonuszahlungen rückwirkend. Diese Bonuszahlung soll den Bausparer für die unterproportionale Verzinsung seiner Einlagen entschädigen, wobei bei Neutarifen der erhöhte Zinsertrag auf einen bestimmten Zeitraum beschränkt ist. Entsprechend kommt im Hinblick auf den Einfluss auf den Zinsüberschuss der sog. Bonuswahrscheinlichkeit eine größere Bedeutung zu, also der Wahrscheinlichkeit, mit der ein Bausparer nach Zuteilungsreife sein Darlehen nicht abrufen, sondern die Bonusverzinsung seiner Einlagen in Anspruch nimmt. In diesem Fall verteuern sich die Bauspareinlagen als Refinanzierungsquelle des Aktivgeschäfts der Bausparkasse nennenswert, was sich belastend auf den Zinsüberschuss auswirkt.

Die **Volumenentwicklung**, wie sie dem Geschäftsplan der BSW zugrunde liegt, basiert im Wesentlichen auf der BT-Simulation. Für Planungszwecke werden im Planungsprozess der BSW allerdings die Volumina zum jeweils genauen Planungszeitpunkt als Ausgangspunkt der Planung und die Ergebnisse der BT-Simulation lediglich bezüglich der Veränderungsraten, welche sich vor dem Hintergrund der simulierten Entscheidungsparameter der Bausparer ergeben, verwendet. Somit fließen in die Planung die jeweils aktuellsten Erkenntnisse ein.

Die Entwicklung der Durchschnittsbestände der einzelnen verzinslichen Bilanzpositionen der BSW im Planungszeitraum stellt sich wie folgt dar:

Durchschnittsbestände	2006 € Mio.	2007 € Mio.	2008 € Mio.	2009 € Mio.	2010 € Mio.	nachhaltig € Mio.
Bauspardarlehen	3.534	3.517	3.808	3.896	4.023	4.063
Bauspareinlagen	14.465	14.146	13.898	14.052	14.358	14.501
Anlagengrad	24,43%	24,86%	27,40%	27,73%	28,02%	28,02%
Zwischenkredite	9.194	8.795	8.613	8.944	9.392	9.485
Sonstige Baudarlehen	91	76	67	61	55	55
Forderungen an Kreditinstitute und Wertpapiere	6.482	5.794	5.259	4.567	4.131	4.172
Sonstige Kundenpassivprodukte	172	179	175	175	175	177
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	2.968	2.142	1.885	1.462	1.268	1.281
Schuldverschreibungen	50	41	18	0	0	0

Bzgl. des Gesamtbestands wurde bei der BSW im Rahmen der BT-Simulation mit einem Wachstum (der Bausparsumme) von 3,17% p.a. gerechnet. Auf Basis der BT-Simulationen ergab sich unter dieser Neugeschäftsannahme eine moderate Zunahme der Bauspareinlagen von 2007 bis 2010 von 0,5% bei gleichzeitig ansteigendem Bauspardarlehenvolumen (4,6%). Dies führt zu einem von rd. 25% auf 28% steigenden Anlagengrad².

Das Neugeschäft ist neben den in Abschnitt II dargestellten Planannahmen im Vergleich zur Vergangenheit vor allem von dem Wegfall der Kooperation mit der Postbank geprägt, was sich bereits in 2006 durch ein rückläufiges Neugeschäft ausdrückte. Der Wegfall soll durch die verstärkte Zusammenarbeit mit dem Vertrieb der Württembergische Versicherung AG (inklusive der Karlsruher Versicherung AG) und durch die Kooperation mit der Santander Consumer Bank AG kompensiert werden. Es bestehen darüber hinaus Kooperationsüberlegungen mit alternativen Kooperationspartnern, welche aber noch nicht konkretisiert sind und sich erst mittelfristig bemerkbar machen werden. In 2010 wird von einem Neugeschäftsvolumen durch Kooperationspartner von rd. € 1,0 Mrd. ausgegangen (rd. 10% des gesamten Bausparneugeschäfts). Die Neugeschäftsplanung für 2010 wurde trotz mangelnder Konkretisierung der geplanten Kooperationen für Bewertungszwecke unverändert gelassen.

Im außerkollektiven Aktivgeschäft (Zwischenkredite und sonstige Aktivpositionen) wird mit Volumenrückgängen von durchschnittlich rd. 2,5% p.a. gerechnet. Eine nennenswerte Re-

² Der in dem Überblick dargestellte nachhaltige Anlagengrad ergibt sich aus dem nachhaltigen Ansatz der Kollektivvolumina zu Bewertungszwecken mittels Wachstumsabschlag (siehe Abschnitt D.V).

duktion ergibt sich bei den Forderungen an Kreditinstitute. Gleichzeitig werden auch die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten zurückgeführt, was zur Kürzung der Bilanzsumme führt. Der Bestand der Zwischendarlehen steigt neugeschäftsbedingt mittelfristig wieder an.

Neben den Zinserträgen aus den verzinslichen Aktiva der BSW ergeben sich insbesondere aus der Verzinsung des Erfüllungsanspruchs gegenüber der W&W aus der Übernahme der Pensionsverpflichtungen Erträge, die dem Zinsertrag zugerechnet werden, ohne dass diesen entsprechende Volumina in der BSW-Bilanz gegenüberstehen würden.

Die Entwicklung der **Zinskonditionen** der einzelnen verzinslichen Bilanzpositionen der BSW im Planungszeitraum ist der folgenden Tabelle zu entnehmen:

Zinssätze	2006 in %	2007 in %	2008 in %	2009 in %	2010 in %	nachhaltig in %
Bauspardarlehen	4,67	4,54	4,46	4,35	4,29	4,36
Bauspareinlagen	3,20	2,97	2,81	2,68	2,54	1,72
Zwischenkredite	4,67	4,70	4,88	4,95	4,95	4,36
Sonstige Baudarlehen	4,29	4,09	4,06	4,13	4,04	4,36
Forderungen an Kreditinstitute und Wertpapiere	4,32	4,27	4,27	4,29	4,24	4,32
Sonstige Kundenpassivprodukte	3,31	3,30	3,05	3,05	3,05	1,72
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	4,29	4,31	4,12	3,89	3,95	1,72
Schuldverschreibungen	5,67	5,56	5,60	n.a.	n.a.	n.a.

Im Kollektivbereich ergibt sich ein Rückgang der Verzinsung der Bauspardarlehen um rd. 25 Basispunkte, dem eine Reduktion der durchschnittlichen Verzinsung der Bauspareinlagen um rd. 43 Basispunkte gegenübersteht. Hintergrund ist hierbei die wachsende Bedeutung von jüngeren Niedrigzinstarifen für die jeweiligen Bestände. Entsprechend der BT-Simulation nimmt der Anteil der Hochzinstarife T1, T7 und Leo/SLW an den Bauspardarlehen von 79% in 2007 bis auf 50% in 2010 ab. Auch bei den Bauspareinlagen sinkt der Anteil hochverzinslicher Tarife von 69% in 2007 auf 45% in 2010.

Außerkollektiv zeigt sich, dass sich die Durchschnittsverzinsung der Zwischenkredite dem aktuellen Zinsumfeld erheblich schneller anpasst und im Planungszeitraum von 2007 bis 2010 – entgegen der Entwicklung im kollektiven Bereich – aufgrund der zuletzt wieder moderat erhöhten Kapitalmarktzinsen Zinssteigerungen von rd. 25 Basispunkten (Zwischenkredite) erwartet werden. Passivseitig ergibt sich dagegen bei der außerkollektiven Mittelaufnahme ein Abschlag von rd. 36 Basispunkten auf Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten,

welcher sowohl auf die Veränderung der Fristigkeit der aufgenommenen Mittel als auch auf die im Plan niedrigeren Pfandbriefrenditen im kurzfristigen Bereich zurückzuführen ist.

Im Vergleich zur BT-Simulation liegen die sich für die Bereiche Baudarlehen, Zwischendarlehen und Bauspareinlagen aus der Geschäftsplanung ergebenden Zinssätze minimal oberhalb der Zinssätze gemäß BT-Simulation. Hintergrund ist hierbei jeweils wiederum der unterschiedliche Planungszeitpunkt sowie die genauere Ermittlung der unterliegenden Volumina im Rahmen der mittelfristigen Unternehmensplanung. Die Wertbeiträge der Anteile an verbundenen Unternehmen (IT-GmbH, WI, GFW und MuW, siehe hierzu Abschnitt II) wurden ebenfalls im Zinsüberschuss berücksichtigt.

2.2. Provisionsergebnis

Das im Detailplanungszeitraum budgetierte Provisionsergebnis ist nur bedingt mit den Vergangenheitsdaten vergleichbar. Wesentlicher Grund hierfür ist die Tatsache, dass durch die aktuelle Neustrukturierung des Vertriebs im Rahmen des Projektes „SPRING“ die Vertriebsmitarbeiter der zweiten und dritten Führungsebene ab 2007 als Handelsvertreter im Sinne des § 84 HGB geführt und infolgedessen die Aufwendungen hierfür vom Personalaufwand in den Provisionsaufwand verlagert werden.

Bei den Provisionsergebnissen sind die umsatzabhängigen, d.h. bei Abschluss von Neugeschäft anfallenden, und die umsatzunabhängigen Provisionspositionen zu unterscheiden. Die **umsatzabhängigen** Provisionsergebnisse bestehen im Wesentlichen aus den an die Vertriebsmitarbeiter zu vergütenden Abschlussprovisionen für das Bauspar- und Zwischenkreditgeschäft.

Den gezahlten umsatzabhängigen Provisionsaufwendungen stehen Provisionserträge vor allem aus der Vereinnahmung von Abschlussgebühren bei Neuverträgen im Bausparbereich gegenüber. Im Vergleich von umsatzabhängigen Provisionsaufwendungen und -erträgen der BSW ergibt sich aus dem Abschluss von Neugeschäft ein leicht negativer Saldo.

Neben den umsatzabhängigen Provisionszahlungen, die aus der Vermittlung von Bauspar- und Zwischendarlehensprodukten stammen, sind auch Vermittlungsleistungen für **Verbund-**

produkte des W&W-Konzerns im Rahmen der Planung des Provisionsergebnisses zu berücksichtigen, insbesondere für Produkte der Wüstenrot-Bank AG Pfandbriefbank (im Folgenden „Wüstenrot-Bank“), für Versicherungsprodukte sowie für die Vermittlung von Fondsprodukten. Neben den eigentlichen Provisionserträgen aus diesen Geschäften, die der BSW unmittelbar zufließen, sind auch die seitens des Produktgebers erstatteten Vertriebskostenbeteiligungen, die die BSW vereinnahmt, zu berücksichtigen. Diese werden nicht im Provisions-, sondern im Dienstleistungsergebnis ausgewiesen. Per Saldo ergibt sich aus der Vermittlung von Verbundprodukten im Provisionsergebnis ein ausgeglichener Deckungsbeitrag bei der BSW. Unter Berücksichtigung der im Dienstleistungsergebnis enthaltenen Vertriebskostenbeteiligungen ist der Deckungsbeitrag jedoch positiv.

Zu den **umsatzunabhängigen** Provisionspositionen gehören ertragsseitig im Wesentlichen Konto- und Beleihungsgebühren, während auf der Aufwandsseite vor allem fixe Vergütungen für Handelsvertreter nach § 84 HGB in Form von laufenden Fixkostenbeiträgen sowie in Form von Bonifikationen anfallen. Hierbei wurde ein neues Provisionsmodell eingeführt, bei dem die Abschlussleistung über alle Produkte, insbesondere beim Bausparen, stärker honoriert wird. Die Vergütung wird auf ein leistungs-, wert-, potenzial- und wachstumsorientiertes System umgestellt. Dabei wird zukünftig die Werthaltigkeit des Geschäfts über die Höhe der Vergütung entscheiden. Zudem entfällt im Rahmen dieses neuen Modells die Zahlung der Einlagenprovision, die in den Jahren bis 2006 bei jährlich rd. € 15 Mio. lag.

Der Anstieg des negativen Provisionssaldos im Planungszeitraum resultiert demnach vor allem aus der Verlagerung von Personalkosten in den Provisionsaufwand sowie den Rückvergütungen von Effizienzgewinnen aus dem Projekt SPRING zugunsten dieser unabhängigen Handelsvertreter. Erst im letzten Planungsjahr kommt es aufgrund des ausgeweiteten Neugeschäfts zu einem leichten Rückgang dieses negativen Saldos, was vor allem auf die Zunahme der Abschluss- und Darlehensgebühren von € 115 Mio. auf € 118 Mio. in 2010 sowie auf die Kontoführungsgebühren zurückzuführen ist, die von € 20,2 Mio. auf € 22 Mio. ansteigen, bedingt durch den höheren Anteil neuer Tarife mit Kontogebühr.

Die Entwicklung des Provisionsergebnisses ist der folgenden Tabelle zu entnehmen:

in € Mio.	2006	2007	2008	2009	2010
Provisions- und Gebührenerträge					
Abschluss- und Darlehensgebühren	80,4	101,6	110,0	115,0	118,0
sonstige Gebührenerträge (insbes. Kontogeb.)	23,8	23,9	24,7	26,0	27,7
sonstige Provisionserträge (insbes. für Verbundprod.)	59,2	61,5	67,0	71,6	72,4
Summe Provisions- und Gebührenerträge	163,3	187,0	201,7	212,6	218,1
Provisionsaufwendungen					
Provisionsaufwendungen für Vertragsabschluss und Vermittlung (inkl. Provisionen für Zwischenkredite)	-111,5	-136,3	-144,9	-153,7	-156,6
sonstige Provisionsaufwendungen (insbes. für Verbundprodukte, inkl. Anteilsprovisionen für Führungskräfte)	-54,2	-65,6	-73,3	-78,6	-79,7
Summe Provisionsaufwendungen	-165,7	-201,9	-218,2	-232,3	-236,3
Provisionsergebnis gesamt	-2,4	-14,9	-16,5	-19,7	-18,2

Die Entwicklung der Provisionsüberschüsse ist insgesamt plausibel. So lässt sich der Übergang zu einem negativen Provisionssaldo nach in der Vergangenheit regelmäßig positiven Salden auf Basis der eingangs angesprochenen strukturellen Verschiebung von Personalaufwendungen hin zu Provisionsaufwendungen im Rahmen von SPRING auch quantitativ nachvollziehen. Die über den Planungszeitraum vorgesehene verstärkte Incentivierung des Vertriebs und die damit verbundenen steigenden Provisionsaufwendungen stehen in einem plausiblen Verhältnis zu der deutlich wachsenden Dynamik des Neugeschäfts, wie sie die Zinsüberschussplanung der BSW bis 2010 vorsieht.

2.3. Sonstige betriebliche Erträge

Die sonstigen betrieblichen Erträge beinhalten im Planungszeitraum im Wesentlichen Erträge aus der Kostenerstattung aus Nutzung von Anlagevermögen durch Außendienstpartner und Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen. Die Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen entsprechen im Planungszeitraum mit € 3,0 Mio. den Zuführungen zu den Rückstellungen, welche in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen ausgewiesen sind. Lediglich in 2007 ergeben sich erhöhte Auflösungen von Rückstellungen für Jubiläen und Übergangsbeihilfen. Die Erträge aus der Fremdnutzung von Anlagevermögen sinken im Planungszeitraum leicht von € 8,5 Mio. auf € 7,5 Mio. Insgesamt liegen die sonstigen betrieblichen Erträge abgesehen von Sondereffekten in 2007 bei rd. 3% der Gesamterträge. Mit

€ 10 Mio. bis € 13 Mio. liegen sie im Planungszeitraum im Bereich der sonstigen betrieblichen Erträge der Vergangenheit.

2.4. Personalkosten

Bei den Personalkosten wird von deutlichen Einschnitten, die sowohl die Gehaltshöhe je Mitarbeiter als auch die Gesamtzahl der beschäftigten Mitarbeiter betreffen, ausgegangen.

Die vom Management vorgesehenen Restrukturierungsmaßnahmen sehen in erster Linie den Abbau von Mitarbeitern vor. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die geplante Anzahl von Mitarbeiterkapazitäten (MAK) ohne Auszubildende. Wie aus der Tabelle ersichtlich, ist ein Abbau von mehr als 1.000 MAK bis zum Ende des Planungszeitraums vorgesehen.

	2006	2007	2008	2009	2010
Mitarbeiterkapazitäten ohne Auszubildende	2.312	2.046	1.777	1.520	1.483
Summe Mitarbeiterkapazitäten	2.312	2.046	1.777	1.520	1.483

Neben dem Abbau von Mitarbeitern ist eine Reihe weiterer Maßnahmen zur Reduktion der Personalaufwendungen vorgesehen. Hierunter fällt u.a. die Streichung von Weihnachtsgeld (wird in den nächsten Jahren teilweise durch einen erfolgsabhängigen Bonus ersetzt) sowie insbesondere die Verlagerung von Vertriebsführungskräften der zweiten und dritten Führungsebene in der Außenorganisation in den Status von Handelsvertretern nach § 84 HGB (siehe Abschnitt 2.2).

Der Abbau der MAK wird insbesondere durch ein Paket erreicht, das drei Maßnahmen umfasst: Altersteilzeit, Vorruhestand sowie echter Abbau von MAK durch Angebote zum sozialverträglichen Ausscheiden aus dem Unternehmen.

Insgesamt soll der Personalaufwand gemäß Planung um rund € 60 Mio. gegenüber 2006 reduziert werden. Hierin berücksichtigt sind auch die Übernahme von Stabsfunktionen für die Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank ab Mitte 2007 sowie die Auslagerung von Treasury-Aufgaben an die Wüstenrot-Bank, für die wiederum im Rahmen des Dienstleistungsergebnisses entsprechende Vergütungen berücksichtigt wurden.

Der geplante Personalaufwand ist der folgenden Tabelle zu entnehmen:

in € Mio.	2006	2007	2008	2009	2010
Gehälter und soz. Abgaben	159,5	141,3	124,3	105,2	101,4
Zuführung Rückstellung für tarifliche Vorruhestandszahlungen, Altersteilzeit und (in 2005) für Interessenausgleich und Sozialplan	4,1	1,0	1,0	0,0	0,0
Altersversorgung und Unterstützung	23,4	19,4	21,9	22,2	22,7
Summe Personalaufwand	187,1	161,7	147,2	127,4	124,1

2.5. Andere Verwaltungsaufwendungen

Entsprechend der Entwicklung der Personalaufwendungen ist auch bei den allgemeinen Verwaltungsaufwendungen eine Entlastung geplant. Gemäß Planung reduziert sich der Sachaufwand von ca. € 165 Mio. in 2006 auf € 133 Mio. zum Ende des Planungszeitraums 2010, was einem durchschnittlichen jährlichen Rückgang von 6,2% entspricht.

Dies ist insbesondere auf rückläufige personalbezogene Sachaufwendungen zurückzuführen, die der Entwicklung des Personalbestands folgen. Darüber hinaus reduzieren sich die geplanten Abschreibungen im Planungszeitraum, was darauf zurückzuführen ist, dass im Zuge der Auslagerung der IT im Jahre 2002 die Sachanlagen bei der BSW verblieben und die hierdurch entstehenden Abschreibungen über eine Kostenerstattung (ausgewiesen im Dienstleistungsergebnis) entsprechend rückvergütet werden. Durch das Auslaufen der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer reduziert sich entsprechend der Aufwand für Abschreibungen bei der BSW³. Zudem reduziert sich der Sachaufwand infolge der geplanten Schließung des Standorts Leonberg im Jahre 2008 sowie der geplanten Schließung der dezentralen Bearbeitungsstellen.

Die im Vergleich zur Entwicklung der Personalkosten unterproportionale Reduktion der Sachkosten liegt in dem Umstand begründet, dass eine Reihe von Kostenpositionen von ihrem Charakter her fix sind bzw. sich eher proportional zum Geschäftsvolumen entwickeln.

³ Entsprechend ergibt sich ein Rückgang der Rückvergütungen im Dienstleistungsergebnis.

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die geplante Entwicklung des Sachaufwands:

In € Mio.	2006	2007	2008	2009	2010
Sachaufwendungen Abteilungen	105,5	103,6	90,6	82,7	87,7
IT-Aufwendungen	49,8	54,1	51,5	42,8	42,8
Abschreibungen	9,6	3,6	3,4	2,5	2,5
Summe Sachaufwand	164,9	161,3	145,5	128,0	133,0

2.6. Sonstige betriebliche Aufwendungen

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen beinhalten in der Planung und in der Vergangenheit im Wesentlichen Aufwendungen aus der Zuführung zu Rückstellungen und sind im Planungszeitraum pauschal mit einem Betrag von € 3,6 Mio. angesetzt worden. Der Ansatz liegt damit etwas unterhalb des Werts der Vergangenheit.

2.7. Dienstleistungsergebnis

Im so genannten Dienstleistungsergebnis werden die Umlagen für die Erbringung bzw. den Bezug von Leistungen im Konzernverbund ausgewiesen. In diesem Zusammenhang erbringt die BSW neben Gebäudemanagementleistungen insbesondere die Kreditbearbeitung für die Wüstenrot-Bank sowie Leistungen im Bereich der Personalverwaltung und -abrechnung. Zusätzlich erhält die BSW eine Vertriebskostenbeteiligung für die Vermittlung und den Verkauf von Verbundprodukten (siehe Abschnitt 2.2). Wesentliche Leistungen, die die BSW von anderen Konzernunternehmen bezieht, sind u.a. die Bearbeitung der außerkollektiven Kundeneinlagen durch die Wüstenrot-Bank sowie die Vertriebsaktivitäten von Verbundpartnern.

Insgesamt weist das Dienstleistungsergebnis eine leicht rückläufige Tendenz auf. Der Ertrag fällt von € 67,8 Mio. in 2006 auf € 67,3 Mio. zum Ende des Planungszeitraums in 2010.

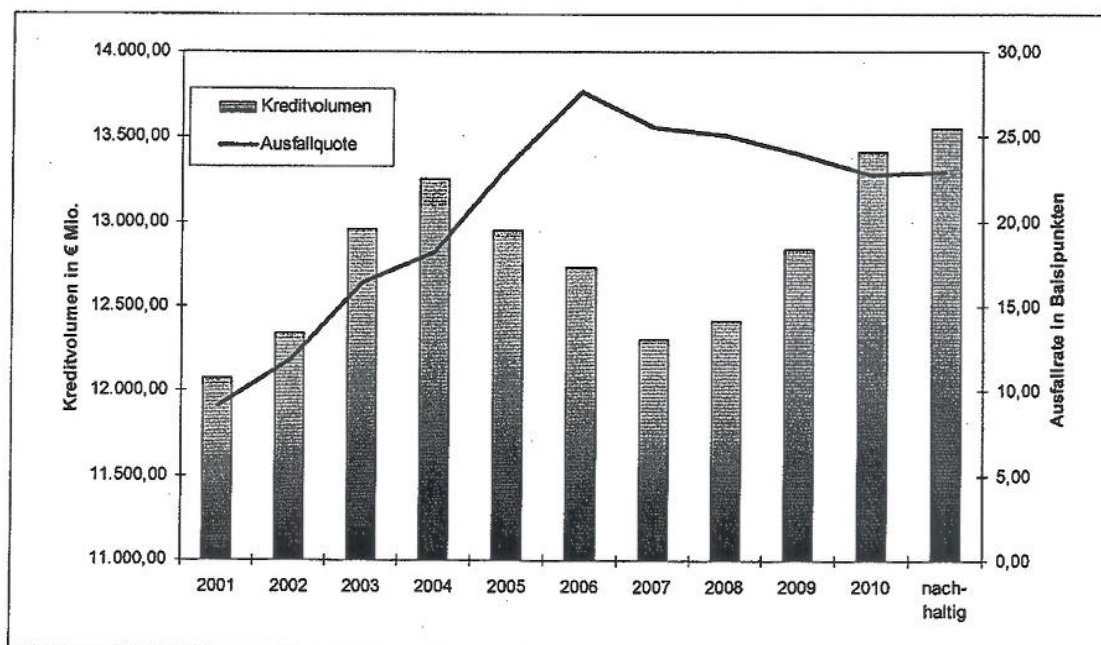
Die im Rahmen des Restrukturierungsprogramms erzielten Effizienzgewinne werden entsprechend in dem Umfang an andere Konzernunternehmen weitergegeben, in dem diese Leistungen der BSW in Anspruch nehmen. Insgesamt fällt der Rückgang des Dienstleistungsergebnisses im Planungszeitraum aber deutlich niedriger aus als der Rückgang der gesamten Verwaltungskosten, wie z.B. der Personalkosten, da die umsatzbedingt zunehmenden Vertriebskostenerstattungen gegenläufig wirken.

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über das geplante Dienstleistungsergebnis:

in € Mio.	2006	2007	2008	2009	2010
Erlöse von verbundenen Unternehmen	63,1	67,3	65,5	65,2	66,7
Aufwendungen an verbundene Unternehmen	-7,5	-9,1	-10,8	-10,5	-10,4
Sonstiges (Kantine etc.)	12,2	12,3	11,3	11,3	11,1
Summe Dienstleistungsergebnis	67,8	70,4	66,0	66,0	67,4

2.8. Risikokosten

In der Vergangenheit zeigte sich ein deutlicher Anstieg der Risikokosten der BSW. Hintergrund hierfür ist eine allgemeine Bonitätsverminderung der Kreditnehmer der Bausparkasse. Der Anstieg der Verluste aus Krediten entspricht dabei dem Anstieg der Menge der Not leidenden Darlehen in der BSW. Insgesamt ist die Ausfallrate damit in den letzten Jahren von 10 Basispunkten in 2001 auf über 25 Basispunkte in 2006 angestiegen.



Vor diesem Hintergrund werden seit etwa drei Jahren Maßnahmen zur Risikoverminderung ergriffen, wobei davon auszugehen ist, dass sich die Effekte hieraus erst mit einer Verzögerung bemerkbar machen. Durch die kürzlich eingeführte Verschärfung der Beleihungsrichtli-

nie wird zunehmend die Leistungsfähigkeit der Kreditnehmer geprüft. Daneben werden Bilanzanalysemaßnahmen bei der Kreditvergabe an Selbstständige ergriffen und die Grenzen für eine gesonderte Überprüfung der Kreditwürdigkeit bei Neuansuchen herabgesetzt.

In der Planung wird davon ausgegangen, dass die Ausfälle im Kreditbereich im Planungszeitraum aufgrund der ergriffenen Maßnahmen leicht sinken. Diese wurden im Rahmen der Unternehmensbewertung als Risikokosten berücksichtigt. Sie sinken von € 31,5 Mio. in 2007 bis auf € 30,6 Mio. in 2010. Die von der BSW geplanten Abschreibungen auf Wertpapiere aufgrund von Zinsänderungen wurden in der Bewertung nicht berücksichtigt, da der Bewertung der BSW, wie oben dargestellt, die Annahme eines weitgehend stabilen Zinsumfelds zugrunde liegt.

2.9. Unternehmenssteuern

Für die Ermittlung der Unternehmenssteuern wurde unter Berücksichtigung des Hebesatzes von Ludwigsburg und Umgebung ein Gewerbesteuersatz von 16,11% angesetzt. Von den Ergebnissen nach Gewerbeertragsteuer haben wir dann die Körperschaftsteuer abgesetzt, die wir unter Berücksichtigung des Solidaritätszuschlags mit 26,4% veranschlagt haben. Die Niederlassung in Luxemburg erwirtschaftet kein nennenswertes Ergebnis, so dass ihre steuerlichen Auswirkungen für den Unternehmenswert der BSW ohne Bedeutung sind.

Da bis zum Zeitpunkt der über die Abfindung beschließenden Hauptversammlung aus heutiger Sicht die derzeit in Umsetzung befindliche Unternehmenssteuerreform wahrscheinlich bereits auch im Bundesrat beschlossen sein wird, haben wir die Auswirkungen der Unternehmenswerts unter Berücksichtigung der voraussichtlichen Steuergesetzänderungen in einer Alternativrechnung ermittelt. Die Ergebnisse haben wir in Abschnitt F dargestellt.

3. Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

Da sich der Ertragswert eines Unternehmens aus dem Barwert aller zukünftigen Nettoausschüttungen an die Anteilseigner ergibt, müssen auch die Nettoausschüttungen jenseits der Planungsperiode in die Bewertung einbezogen werden. Hierzu werden in der Regel auf Basis des letzten Planjahres die nachhaltig erwarteten Ausschüttungen eines Unternehmens abgeleitet und unter Rückgriff auf die finanztheoretische Formel der ewigen Rente, die den Barwert einer dauerhaft anfallenden Rentenzahlung in Abhängigkeit vom Kapitalisierungszinssatz bestimmt, in einen Unternehmenswertbeitrag zum Bewertungsstichtag umgerechnet.

Da die zinstragenden Bestände in 2010 noch hohe Anteile von Altтарifen (T1, T7, Leo/SLW und ABBA) beinhalten und diese erst in den Jahren nach 2010 vollständig auslaufen, ist nachhaltig nochmals mit einer deutlichen Veränderung der durchschnittlichen Verzinsung zu rechnen. Dies betrifft vor allem die Bauspareinlagen und Bauspardarlehen, bei denen der Anteil der teilweise hochverzinslichen Altтарife in 2010 noch über 50% liegt.

In diesem Zusammenhang wurden die Ergebnisse der BT-Simulation bis in das Jahr 2037 verwendet. Im Jahr 2037 liegt der Anteil der Altтарife bei unter 1% (Bauspardarlehen) bzw. bei rd. 1,8% (Bauspareinlagen⁴), so dass ab diesem Zeitpunkt von einer repräsentativen nachhaltigen Durchschnittszinssatzbildung ausgegangen werden kann. Die sich zwischen 2010 und 2037 sowie ab 2037 nachhaltig ergebenden volumengewichteten Aktiv- und Passivgesamtzinssätze lassen sich in einen über den gesamten Planungszeitraum gültigen äquivalenten Zinssatz umrechnen. Dieser Zinssatz wird schließlich auf die um den Wachstumsabschlag erhöhten Volumina 2010 angesetzt und ergibt damit den nachhaltig unter Annahme einer konstanten Tarifstruktur und eines Basiszinssatzes von 4,5% zu erwartenden Zinsüberschuss.

Die für die Ermittlung des nachhaltigen Zinsüberschusses zugrunde gelegte BT-Simulation basiert auf dem derzeitigen Tarifumfeld. Es bestehen zum Zeitpunkt der Bewertung keine bereits ausreichend konkretisierten Neutarifvorschläge, aus denen eine Zinsüberschusser-

⁴ Im Wesentlichen ist dies auf den Tarif T7 zurückzuführen, der unter dem unterstellten Zinsumfeld weiterhin eine attraktive Einlagenverzinsung für Fortsetzerbestände bietet.

mittlung unter Berücksichtigung der Einflüsse möglicher zukünftiger Neutarife vorgenommen werden könnte.

Im nachhaltig angesetzten Zinsüberschuss sind darüber hinaus auch Erträge aus der Verzinsung eines Darlehens an die MuW berücksichtigt worden, welches zwar weiterhin voll abgeschrieben ist, aber dennoch entsprechende Zinserträge generiert. Daneben wurden auch Erträge aus der Verzinsung des Erfüllungsanspruches gegenüber der W&W berücksichtigt. Diese beiden Ertragspositionen sind zwar im Planungszeitraum in den Zinserträgen entsprechend enthalten, sind nachhaltig aber explizit zu berücksichtigen, da hierzu keine entsprechenden aktivischen Bilanzpositionen vorhanden sind.

Der nachhaltige Ansatz der Provisionsaufwendungen orientiert sich an den in Abschnitt 2.2 dargelegten Provisionssätzen auf Bauspar- und außerkollektives Kreditgeschäft, ermittelt jeweils auf das zur Aufrechterhaltung des Bauspar- bzw. Zwischendarlehenbestands notwendige Neugeschäft. Die umsatzunabhängigen Provisionsaufwendungen für Außendienstpartner wurden abweichend hiervon mit dem Wachstumsabschlag erhöht, wohingegen Verbundgeschäfte entsprechend der Neugeschäftsannahme fortgeschrieben werden.

Im Planungszeitraum wurden die Aufwendungen für die Altersvorsorge im Verhältnis zu den Personalkosten steigend geplant. Angesichts des geplanten Mitarbeiterabbaus ist aber davon auszugehen, dass ein vergleichsweise hoher Aufwand für die Altersvorsorge nicht nachhaltig angenommen werden kann. Daher haben wir für die ewige Rente unterstellt, dass sich der Anteil der Altersaufwendungen im Verhältnis zu den übrigen Personalkosten wieder dem historischen Mittelwert annähert, was zu einer Reduktion von € 7,8 Mio. führt.

Im Bereich der Sachaufwendungen wurden im letzten Planjahr Kosten für die Einführung der optischen Belegerfassung in Höhe von € 1,0 Mio. budgetiert. Insgesamt geht die Gesellschaft von einer Kostenbelastung in Höhe von € 2,5 Mio. aus, so dass dieser Kostenblock nachhaltig nicht angenommen werden konnte. Dies führt zu einer Entlastung der Sachaufwendungen in der ewigen Rente von € 0,93 Mio.

Die übrigen Größen der Gewinn- und Verlustrechnung wurden bis zum Ergebnis vor Steuern in 2010 um ein Jahr über das normalisierte Wachstum von 1,0% (Wachstumsabschlag) fortgeschrieben. Die Berechnung der Unternehmenssteuern basiert auf den gleichen Annahmen wie für den Planungszeitraum.

Da davon auszugehen ist, dass auch nachhaltig keine strukturellen Veränderungen in der Kreditnehmerstruktur der Bausparkasse eintreten, wurde bei der Ableitung der nachhaltigen Risikokosten der Durchschnitt über die Jahre 2001 bis 2010 angesetzt. Um dem zu beobachtenden Trend einer verminderten Bonität der Kreditnehmer sowie den von der BSW entwickelten Gegenmaßnahmen ausreichend Rechnung zu tragen, wurden bei der Durchschnittsbildung spätere Perioden stärker gewichtet. Der nachhaltig berücksichtigte Ausfallbetrag liegt bei € 31,1 Mio. p.a. und damit im Bereich der Ansätze in der Planungsrechnung.

4. Ermittlung der Ausschüttungsbeträge

Die im Planungszeitraum anzusetzenden Ausschüttungsbeträge sind unter Berücksichtigung der Aufrechterhaltung aufsichtsrechtlich notwendiger Kern- und Eigenmittelquoten zu ermitteln. Da sich im Planungszeitraum die riskogewichteten Aktivbestände im Detailplanungszeitraum nur unwesentlich verändern, besteht zwischen 2007 und 2010 keine aufsichtsrechtliche Notwendigkeit zur Thesaurierung von Jahresüberschüssen.

Daneben wird, wie in Abschnitt II beschrieben, im Planungszeitraum von einer Ausschüttungsquote von 35% und nachhaltig von 50% ausgegangen, wobei unterstellt wird, dass die einbehaltenen Mittel kapitalwertneutral angelegt werden können und den Anteilseignern über einkommensteuerbefreite Marktwertzuwächse zur Verfügung gestellt werden.

Bei der Ableitung der nachhaltigen Ausschüttungen ist die Notwendigkeit zur Beibehaltung der Eigenkapitalrelation zu beachten und folglich eine nachhaltige Thesaurierung in Höhe von 1,0% des sich aus der Bilanzplanung zum Ende des Planungszeitraums ergebenden Eigenkapitals zu berücksichtigen.

Eine Verminderung der Ausschüttungsbeträge durch Dotation des BT-Fonds ist nicht vorgesehen. Da im vergangenen Jahr das Verfahren zur Ermittlung der Zuführung zum BT-Fonds



S U S A T

SUSAT & PARTNER OHG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Seite 37

geändert wurde und sich nunmehr auf die Umlaufrendite tarifbesteuertester festverzinslicher Wertpapiere als ausserkollektiven Zinssatz bezieht, liegt der kollektive Zinssatz im Planungszeitraum generell über dieser angenommenen Umlaufrendite, so dass sich keine positive Zinsertragsdifferenz ergibt. Eine Zuführung ist für diesen Fall nicht vorgesehen. Auch nachhaltig liegt die Umlaufrendite annahmegemäß unterhalb des Kollektivzinssatzes, so dass auch nachhaltig keine Dotation anzusetzen ist.

D. Kapitalisierungszinssatz

Für die Bewertung eines Unternehmens ist der veranschlagte Zukunftserfolg mit einem geeigneten Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Der Kapitalisierungszinssatz soll die Renditeerwartung eines Anlegers widerspiegeln und reflektiert somit die Eigenkapitalkosten der Gesellschaft. Wir haben die geforderte Verzinsung aus dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) abgeleitet.

I. Das Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Der Kapitalisierungszinssatz wurde entsprechend den Empfehlungen des Arbeitskreises Unternehmensbewertung (ehemals AKU) beim Institut der Wirtschaftsprüfer unter Verwendung des Tax Capital Asset Pricing Model (Tax-CAPM) abgeleitet. Nach dem CAPM entsprechen die Opportunitätskosten von Eigenkapitaltiteln der Rendite risikofreier Wertpapiere zuzüglich einer Risikoprämie. Die Risikoprämie ergibt sich aus dem Produkt der Überrendite des Marktportefeuilles risikobehafteter Anlagen gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere und dem systematischen Risiko des Eigenkapitaltitels, repräsentiert durch den Beta-Faktor. Das Tax-CAPM erweitert diesen Ansatz, indem bei der Ermittlung der Alternativrendite auch die Besteuerungsfolgen beim Investor explizit berücksichtigt werden. Dabei werden sowohl Ertragsteuern auf Unternehmens- als auch auf Anteilseignerebene berücksichtigt, wobei auf Anteilseignerebene die Steuerbelastung der auf Kursgewinne und auf Dividendenausschüttungen entfallenden Renditebestandteile jeweils gesondert betrachtet wird. Auf diese Weise ist eine konsistente Behandlung der Ertragsteuern bei der Ableitung der Nettoausschüttungen einerseits und des Kapitalisierungszinssatzes andererseits gewährleistet.

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

$$E(R^{n.St.}_i) = (1 - est)R_F + \beta_i \left[k_m + \left(1 - \frac{est}{2}\right)d_m - (1 - est)R_F \right]$$

$E(R^{n.St.}_i)$	Erwartete Rendite des Eigenkapitaltitels i nach Steuern
R_F	(risikofreier) Basiszinssatz
est	typisierter Einkommensteuersatz von 35%
k_m	Kursgewinnrendite
d_m	Dividendenrendite
β_i	Beta-Faktor der risikoäquivalenten Alternativanlage

Während die Kursgewinnrendite k_m nicht der Einkommensteuer unterliegt, werden die Dividendengewinne d_m im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens hälftig besteuert. Der Basiszins unterliegt demgegenüber, da er der Rendite einer Anlage in risikoarme, festverzinsliche Wertpapiere entspricht, der vollen Einkommensteuer.

II. Basiszinssatz

Die Bemessung des risikofreien Zinssatzes orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand. Der Durchschnitt der Renditen der im Umlauf befindlichen festverzinslichen Wertpapiere öffentlicher Emittenten lag in Deutschland in den letzten Jahrzehnten bei ca. 7%. Die Rendite vergleichbarer Wertpapiere liegt zurzeit deutlich niedriger, wobei das aktuelle Zinsniveau eine Niedrigzinsphase beschreibt, von der nicht ohne weiteres auf eine zukünftig langfristig zu erwartende Verzinsung geschlossen werden kann. Die langfristig zu erwartende Verzinsung ist aber insofern bei der Bemessung des Basiszinssatzes zu berücksichtigen, als in der Unternehmensbewertung in aller Regel eine unbegrenzte Lebensdauer des Bewertungsobjekts unterstellt wird.

Für den objektivierten Unternehmenswert ist bei der Bestimmung des Basiszinssatzes von dem landesüblichen Zinssatz für eine (quasi-) risikofreie Kapitalmarktanlage auszugehen. Daher wird für den Basiszinssatz grundsätzlich auf die langfristig erzielbare Rendite öffentlicher Anleihen abgestellt.

Bei der Festlegung des Basiszinssatzes ist zu berücksichtigen, dass die Geldanlage im zu bewertenden Unternehmen mit einer fristadäquaten alternativen Geldanlage zu vergleichen ist, so dass der Basiszinssatz ein fristadäquater Zinssatz sein muss (Laufzeitäquivalenz). Sofern ein Unternehmen mit zeitlich unbegrenzter Lebensdauer bewertet wird, müsste daher als Basiszinssatz die am Bewertungsstichtag beobachtbare Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand herangezogen werden. Als Ausgangspunkt kann vereinfachend der Rückgriff auf öffentliche Anleihen mit langen Restlaufzeiten dienen. Für die dabei erforderliche Wiederanlage kann zur Orientierung die aktuelle Zinsstrukturkurve bzw. die Zinsentwicklung der Vergangenheit herangezogen werden.

Bei der Ermittlung des Basiszinssatzes wurde in Übereinstimmung mit den aktuellen Empfehlungen des IDW (Empfehlung des IDW vom 20. Oktober 2005) vorgegangen. Aus einer Aktualisierung der Berechnung zum 4. Juni 2007 ergibt sich auf Basis der vom IDW vorgeschlagenen Methode ein Basiszinssatz von 4,5%.

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

Da die geschätzten langfristigen Zinsentwicklungen jeweils in kurzen Abständen auch stark schwanken können, hat das IDW vorgeschlagen, über einen Zeitraum von drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag Mittelwerte für die einzelnen Schätzparameter zu ermitteln. Der so

ermittelte Basiszins vermindert die den Bundesbankschätzungen innewohnende Volatilität. Nach den Vorschlägen des IDW ist der rechnerisch abgeleitete Wert auf den Viertel-Prozentpunkt zu runden.

III. Marktrisikoprämie

Die Berechnung der Marktrisikoprämie erfolgt durch Bildung der Renditedifferenz zwischen Anlagen in Unternehmensanteilen (Aktien) und risikolosen Anlagen. Kapitalmarktuntersuchungen haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarmen Gläubigerpapieren. Als Risikozuschlag des Marktportefeuilles wurden in empirischen Studien für den Zeitraum nach dem Zweiten Weltkrieg Werte zwischen 0% und 8% beobachtet, wobei in der Mehrzahl der Fälle Risikozuschläge zwischen 4% und 6% ermittelt wurden. Nach einer Untersuchung von Stehle (2004), welche speziell für die Fragestellung der Berechnung von Kapitalisierungszinssätzen bei Unternehmensbewertungen durchgeführt wurde, ergibt sich eine Marktrisikoprämie von 6,66% für den deutschen Markt (arithmetisches Mittel, CDAX). In der ökonomischen Diskussion wird teilweise davon ausgegangen, dass die historischen Risikoprämien für die Schätzung künftiger Risikoprämien wegen der gewachsenen Effizienz der Kapitalmärkte nach unten anzupassen seien. Aus diesem Grund hält Stehle einen Abschlag von 1,0% bis 1,5% auf die oben angegebene Marktrisikoprämie für vertretbar. Unter Abwägung dieser Ergebnisse hat das IDW für Unternehmensbewertungen ab dem 1. Januar 2005 eine Bandbreite für Marktrisikoprämien von zwischen 5,0% und 6,0% (nach persönlicher Einkommensteuer) für den deutschen Markt empfohlen. Wir haben uns im Rahmen der Bewertung der BSW am Mittelwert dieser Bandbreite von 5,5% orientiert.

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

IV. Ermittlung des systematischen Risikos

Zur Bestimmung der Risikoprämie wird die Markttrisikoprämie mit Hilfe des Beta-Faktors, der ein Maß für das systematische Risiko des zu bewertenden Unternehmens darstellt, gewichtet. Der Beta-Faktor wird mit Hilfe von beobachteten Renditen am Kapitalmarkt mittels einer linearen Regression der Aktienrendite auf einen Schätzer für das Marktportefeuille, z.B. einen Aktienindex, berechnet.

Bei der Berechnung von Beta-Faktoren treten allerdings spezifische Fragestellungen auf, die auf die Annahmen bei der Berechnung zurückzuführen sind. Insbesondere haben der Zeitraum, über den der Beta-Faktor aus zurückliegenden Kursentwicklungen ermittelt wird, und die Fristigkeit dieser Renditen einen erheblichen Einfluss auf die Höhe des Beta-Faktors. Andererseits gewährleistet die Verwendung des CAPM, dass objektive Marktdaten frei von subjektiven Erwägungen die Berechnung des anlagespezifischen systematischen Risikos bestimmen. Aus diesem Grund haben wir im vorliegenden Bewertungsfall auf das CAPM zur Berechnung des Beta-Faktors zurückgegriffen. Dabei wurde der Beta-Faktor jeweils aus einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (so genannte „Peer-Group“) abgeleitet.

Bei der Ermittlung des Beta-Faktors ist zu beachten, dass die Vergleichbarkeit börsennotierter Unternehmen mit der BSW grundsätzlich begrenzt ist, da nach dem Squeeze-out der BHW kein deutsches Unternehmen mit vom jeweiligen Ergebnisanteil her nennenswerten Bausparaktivitäten mehr börsennotiert ist und von Unternehmen im Ausland ein mit einer deutschen Bausparkasse vergleichbares Geschäftsmodell grundsätzlich nicht verfolgt wird.

Vor diesem Hintergrund wurde ein zweistufiges Modell angewendet: In einem ersten Schritt wurden hinsichtlich der Geschäftstätigkeit grob vergleichbare Unternehmen identifiziert, welche im Immobilienfinanzierungsbereich tätig sind und aussagekräftige Beta-Faktoren⁵ bieten.

⁵ Betawerte mit einem Bestimmtheitsmaß R^2 von über 0,04, d.h. Betawerte mit einem Niveau von 95% hinreichend statistischer Signifikanz.

Untersucht wurden dabei die entwickelten Aktienmärkte von Westeuropa und Nordamerika. Die Beta-Faktoren wurden dabei relativ zum jeweiligen breitesten regionalen Index auf Basis wöchentlicher Erhebungen über einen Zeitraum von 2 Jahren ermittelt.

Die hierbei identifizierten Unternehmen (PEER I) stellen sich wie folgt dar:

Name	Index	Beta	R ²
FREDDIE MAC	SPX	1,03	0,33
FANNIE MAE	SPX	1,41	0,35
PARAGON GROUP COMPANIES PLC	SXXR	1,00	0,19
CENTERLINE HOLDING CO	SPX	1,05	0,30
KENSINGTON GROUP PLC	SXXR	1,10	0,10
ACCREDITED HOME LENDERS	SPX	2,52	0,19
BRADFORD & BINGLEY PLC	SXXR	1,07	0,39
NORTHERN ROCK PLC	SXXR	1,17	0,36
AAREAL BANK AG	SXXR	1,22	0,25
FHB MORTGAGE BANK PLC	BUX	0,83	0,39
BANQUE DE L'HABITAT	TUSISE	1,47	0,30
Mittelwert		1,26	

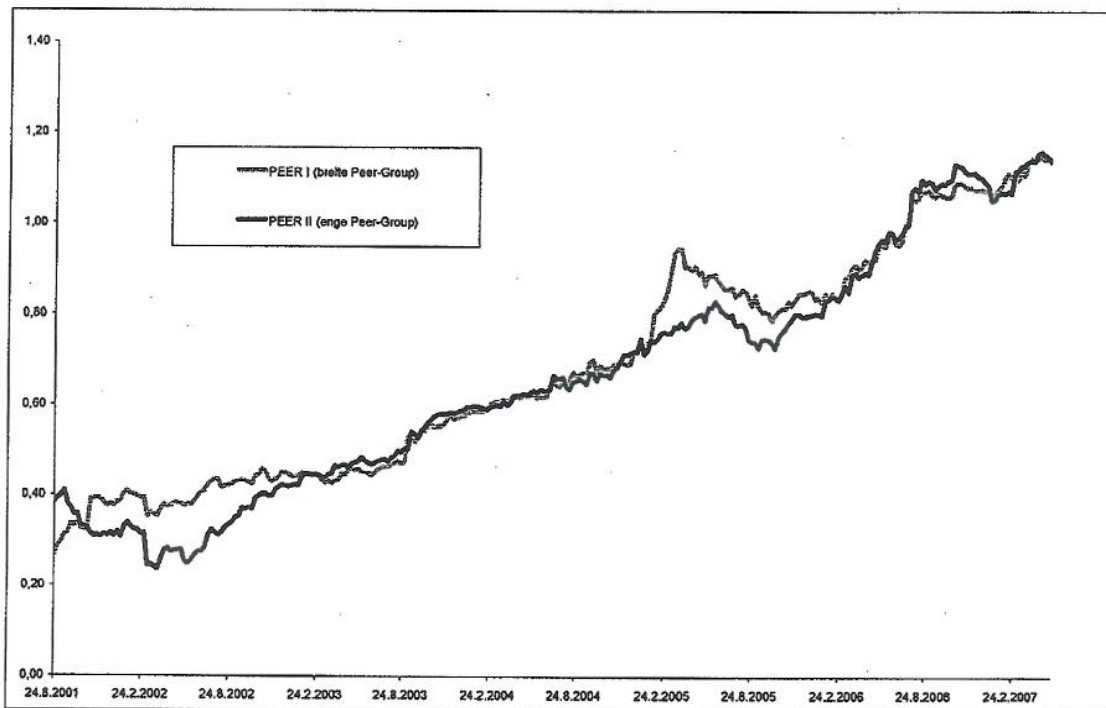
Die Peer-Group ist sehr stark von Hypothekenbanken und vergleichbaren Finanzdienstleistern geprägt. Da in der oben dargestellten Peer-Group auch zahlreiche Unternehmen enthalten sind, deren Geschäftsschwerpunkt eher in der gewerblichen denn in der privaten Immobilienfinanzierung liegt, wurde ergänzend eine engere Peer-Group derjenigen Unternehmen abgegrenzt, die ihren Schwerpunkt im Retail-Immobilienfinanzierungsgeschäft haben. Hierbei ergab sich folgende Peer-Group (PEER II):

Name	Index	Beta	R ²
FREDDIE MAC	SPX	1,03	0,33
FANNIE MAE	SPX	1,41	0,35
CENTERLINE HOLDING CO	SPX	1,05	0,30
BRADFORD & BINGLEY PLC	SXXR	1,07	0,39
NORTHERN ROCK PLC	SXXR	1,17	0,36
Mittelwert		1,15	

Die sich aus den dargestellten Untersuchungen ergebende Bandbreite von Beta-Faktoren von 1,15 bis 1,26 ist der Größenordnung nach mit den Beta-Faktoren vergleichbar, wie sie

bei Bewertungen anderer Finanzdienstleister regelmäßig verwendet werden (Versicherungen rd. 1,0; Banken 1,0 – 1,3).

Allerdings waren bei früheren Bewertungen, insbesondere der Bewertung der BSW anlässlich der Verschmelzung mit der Leonberger, deutlich niedrigere Beta-Faktoren üblich (seinerzeit 0,4, von den Gutachtern qualitativ abgeleitet, aber auch durch Ergebnisse der Analyse damals noch verfügbarer Beta-Faktoren deutscher Bausparkassen gestützt). Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob sich allgemein eine Tendenz steigender Beta-Faktoren für Unternehmen im Bereich Immobilienfinanzierung beobachten lässt. Für die zwei oben dargestellten Varianten zur Beta-Ermittlung über eine Peer-Group ergibt sich im Zeitablauf das folgende Bild⁶:



Es zeigt sich zum einen, dass die Beta-Faktoren seit 2001 in beträchtlichem Umfang gestiegen sind. Zum anderen ergibt sich auf Basis beider Peer-Groups für den Zeitraum der Ver-

⁶ Die Auswertung berücksichtigt hierbei verfügbare Daten bis Mitte Mai 2007.

schmelzung von BSW und Leonberger (Mai 2001) ein mit dem seinerzeit (implizit) verwendeten Beta-Faktor von 0,4 sehr gut vergleichbarer Wert.

Da der angesetzte Beta-Faktor das der BSW zum Bewertungszeitpunkt beizumessende operative Risiko widerspiegeln soll, ist von der derzeitigen Risikoeinschätzung am Kapitalmarkt für die Vergleichunternehmen auszugehen. Der auf diese Weise ermittelte Beta-Faktor beläuft sich demnach, wie oben dargestellt, auf 1,15 für eine Vergleichgruppe aus börsennotierten, im Bereich private Immobilienfinanzierung tätige Unternehmen. Dieser Beta-Faktor wird daher auch der Bewertung der BSW zugrunde gelegt.

V. Wachstumsabschlag

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

Dies muss bei Unternehmensgewinnen nicht der Fall sein. Die Entwicklung von Unternehmensgewinnen hängt von der Markt- bzw. der Konkurrenzsituation sowie der internen Kostenentwicklung ab. Kostensteigerungen können durch Rationalisierungsmaßnahmen ohne Gewinneinbußen aufgefangen oder bei geeigneter Marktposition an die Kunden weitergegeben werden; sie können aber auch zu Gewinneinbußen führen, wenn der Markt die Weitergabe nicht ermöglicht und interne Maßnahmen zur Kostenreduzierung nicht durchsetzbar oder bereits ausgeschöpft sind. Es ist deshalb nicht ohne weiteres davon auszugehen, dass Unternehmensgewinne automatisch mit der Geldentwertungsrate wachsen.

Wenn damit zu rechnen ist, dass ein Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, Effekte der allgemeinen Preissteigerung zumindest teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben, so ist vom Kapitalisierungszins nach Steuern ein so genannter „Wachstumsabschlag“ abzuziehen.

Die Höhe dieses Wachstumsabschlags bringt zum Ausdruck, in welchem Maße ein Unternehmen in der Lage ist, Inflationseffekte im Markt weiterzugeben.

Neben der Möglichkeit der Weitergabe von Inflationseffekten kann der Wachstumsabschlag darüber hinaus auch zu erwartende überdurchschnittliche Wachstumsraten eines Unternehmens im nachhaltigen Zeitraum abbilden. Ein solches überdurchschnittliches Wachstum kann u.a. auf eine auch auf längere Sicht zu erwartende günstige Marktentwicklung zurückzuführen sein.

Die Planungsrechnung der BSW geht von einer Preissteigerungsrate von 2,0% aus. Angesichts des anhaltend hohen Wettbewerbsdrucks im Bereich der privaten Immobilienfinanzierung in Deutschland gehen wir aber nicht davon aus, dass die BSW nachhaltig in der Lage sein wird, Preissteigerungseffekte in vollem Umfang an ihre Kunden weiterzugeben. Wir haben daher für die BSW einen Wachstumsabschlag von 1,0% zugrunde gelegt. Hierbei handelt es sich überdies um einen im Rahmen der Bewertung von Bausparkassen üblicherweise vertretenen Ansatz.

Um die Aufrechterhaltung der in 2009 erreichten Eigenkapitalausstattung zu sichern, sind entsprechend Thesaurierungen in Höhe von 1% des zum Ende des Planungszeitraums erreichten Kernkapitals vorzunehmen.

Die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes ergibt sich damit zusammenfassend wie folgt:

	2007 bis 2010	nachhaltig
Basiszinssatz	4,50%	4,50%
Basiszinssatz nach persönlicher Einkommensteuer	2,93%	2,93%
Marktrisikoprämie	5,50%	5,50%
Betafaktor	1,15	1,15
Risikozuschlag	6,33%	6,33%
Kapitalisierungszinssatz	9,25%	9,25%
Wachstumsabschlag	0,00%	1,00%
Kapitalisierungszinssatz nach Wachstumsabschlag	9,25%	8,25%

E. Ermittlung des Unternehmenswerts

Der Unternehmenswert der BSW ergibt sich aus dem Ertragswert des Geschäftsbetriebs, darüber hinaus verfügt die BSW nicht über stille Reserven, welche noch nicht in der Unternehmensplanung berücksichtigt worden sind. Des Weiteren besteht kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen.

Der Ertragswert des Geschäftsbetriebs der BSW ermittelt sich als Barwert der erwarteten Ausschüttungen. Für die Ermittlung des Barwerts wurden die Ergebnisse der Planjahre einzeln diskontiert. Für die Jahre, für die eine nachhaltig erzielbare Nettoausschüttung angesetzt wurde, ergibt sich der Barwert nach der Formel der ewigen Rente. Zur Ermittlung des Ertragswerts des operativen Bausparkassengeschäfts wurden die in Abschnitt C.IV erläuterten Nettoausschüttungen zugrunde gelegt.

Die Ableitung des Ertragswerts der BSW ergibt sich damit wie folgt:

	2007 € Mio.	2008 € Mio.	2009 € Mio.	2010 € Mio.	nachhaltig € Mio.
Jahresüberschuss	35,99	78,05	109,83	109,73	181,62
Thesaurierung zur int. Finanzierung	0,00	0,00	0,00	0,00	7,72
Zur Ausschüttung verfügbare Mittel	35,99	78,05	109,83	109,73	173,90
Wertbeitrag aus Anschlussthesaurierung	23,40	50,74	71,39	71,32	83,09
Ausschüttung	12,60	27,32	38,44	38,40	90,81
Persönliche Einkommensteuer	-2,20	-4,78	-6,73	-6,72	-15,89
Zu kapitalisierende Erträge	33,79	73,27	103,10	103,01	158,01
Diskontierungsfaktoren	0,9153	0,8378	0,7669	0,7020	8,5086
Barwerte	30,93	61,39	79,07	72,31	1.344,48
Barwert zum	31.12.2006	1.588			
Barwert zum	17.7.2007	1.666			

Wie bereits im Abschnitt C.IV.4 erläutert, werden die Ausschüttungen an die Anteilseigner im Detailplanungszeitraum nicht durch Thesaurierungen aufgrund der Erhöhung der Risikoaktiva und der Kernkapitalquote gemindert. Nachhaltig ist allerdings zur Wachstumsfinanzierung für die Jahre 2011ff. eine Thesaurierung in Höhe des Eigenkapitalwachstums anzusetzen.

Daneben werden die Nettoausschüttungen nach aktuell geltendem Steuerrecht durch die persönliche Einkommensteuer, die sich im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens ermittelt, vermindert.

Der Unternehmenswert der BSW beträgt zum 17. Juli 2007 demnach € 1.666 Mio. was einem Wert von € 22,64 je Aktie entspricht.

F. Alternativberechnung unter Berücksichtigung der in Umsetzung befindlichen Unternehmenssteuerreform

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

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

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

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

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

Die Auswirkungen auf den Jahresüberschuss der BSW lassen sich wie folgt zusammenfassen:

	IST						PLAN									
	2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010 nachhaltig			
	€ Mio.	in %	€ Mio.	in %	€ Mio.	in %	€ Mio.	in %	€ Mio.	in %	€ Mio.	in %	€ Mio.	in %		
Externes Betriebsergebnis	26,07	7,8%	41,85	12,1%	-93,24	-29,9%	43,13	13,0%	93,39	26,3%	154,49	40,9%	177,96	44,3%	294,29	56,6%
Sonstige Steuern	-0,40	-0,1%	-0,30	-0,1%	-0,37	-0,1%	-0,30	-0,1%	-0,30	-0,1%	-0,30	-0,1%	-0,30	-0,1%	-0,30	-0,1%
Ertragsteuer und sonst. Steuern	-10,23	-3,1%	-12,31	-3,6%	15,70	5,0%	-6,82	-2,1%	-10,78	-3,0%	-34,74	-9,2%	-51,99	-12,9%	-86,03	-16,9%
Jahresüberschuss	15,45	4,6%	29,23	8,6%	-77,92	-25,0%	36,00	10,9%	82,31	23,2%	119,45	31,6%	126,67	31,3%	207,95	40,0%

Die Veränderungen bei der Gewerbesteuer und Körperschaftsteuer führen zu einer Minderbelastung der Gewinne der BSW auf **Unternehmensebene**, die sich vergleichsweise einfach in der Unternehmensbewertung abbilden lässt.

Die Einführung der Abgeltungssteuer auf Zinseinkünfte in Höhe von 25% zzgl. SolZ führt dazu, dass der Einkommensteuerabzug im **Basiszins** von vormals 35% (voller typisierter Steuersatz) auf 26,4% zu reduzieren ist. Der Basiszins nach Einkommensteuer erhöht sich damit von 2,9% auf 3,3%. Bzgl. der Auswirkungen auf die Marktrisikoprämie halten wir es zumindest bis zum Vorliegen belastbarer empirischer Auswertungen über die tatsächlichen Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform auf die Marktrisikoprämie für eine weiterhin vertretbare Annahme, dass die Renditeforderung von Investoren nach Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuerbelastung primär Ausdruck ihrer Zeit- und Risikopräferenzen ist und die **Marktrisikoprämie** vor diesem Hintergrund weitgehend unverändert bleiben dürfte. Daher haben wir bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der BSW nach Unternehmenssteuerreform weiterhin mit einer Marktrisikoprämie von 5,5% gerechnet. Die Besteuerung von **Dividendenausschüttungen** der BSW an ihre Aktionäre ist von vormals 17,5% (Halbeinkünfteverfahren in Verbindung mit dem typisierten persönlichen ESt-Satz von 35%) auf 26,4% zu erhöhen.

Bzgl. der Abgeltungssteuer auch auf realisierte **Kursgewinne** ab dem 1. Januar 2009 ist die Abbildung im Rahmen der Unternehmensbewertung nicht trivial. Grundsätzlich unterliegen Einkünfte aus der Veräußerung von Aktien ab dem 1. Januar 2009 nach derzeitigem Stand des Gesetzgebungsprozesses zwar der Einkommensteuer, dauerhaft ausgenommen sind hiervon allerdings Aktien, die vor dem 1. Januar 2009 erworben wurden. Vor diesem Hintergrund erscheint **einerseits** eine Argumentation vertretbar, wonach die heutigen Aktionäre

der BSW die Wertzuwächse ihrer Anteile, die aus zukünftigen Thesaurierungen der Gesellschaft resultieren, weiterhin auch nachhaltig steuerfrei realisieren können. Die Abgeltungssteuer auf Veräußerungsgewinne wäre demnach gar nicht zu berücksichtigen.

Andererseits ist zu beachten, dass die Aktionäre, die ab dem 1. Januar 2009 Aktien der BSW erwerben und somit den heutigen Aktionären die Realisierung von Kursgewinnen ermöglichen, ihrerseits zukünftige Kurswertsteigerungen im Moment der Realisierung vollumfänglich versteuern müssen. Insofern stehen sich im Zeitpunkt der Veräußerung von Aktien der BSW (spätestens) nach dem 1. Januar 2009 käufer- und verkäuferseitig unterschiedliche innere Werte der Aktie der BSW gegenüber, die dann beide in die Bildung des Aktienkurses der BSW einfließen. Vor diesem Hintergrund erscheint es mindestens ebenso vertretbar, Aktienwertzuwächse (spätestens) ab dem 1. Januar 2009 im Sinne der Simulation einer Verhandlungslösung für Zwecke der Ermittlung des Unternehmenswertes der BSW zur Hälfte der Abgeltungssteuer zu unterwerfen. Zudem wird für Verkäufe nach dem 1. Januar 2009 eine Annahme darüber zu treffen sein, wann die Aktien erworben worden sind. Denn dies beeinflusst die Frage, ob überhaupt noch Gesichtspunkte einer steuerfreien Veräußerungsmöglichkeit in die Preisbildung einfließen werden.

Es ist an dieser Stelle darauf hinzuweisen, dass der **effektive Steuersatz**, mit dem realisierte Kursgewinne besteuert werden, vom zwischenzeitlichen Wertzuwachs sowie der durchschnittlichen Haltedauer der Aktien mitbestimmt wird. Unter vertretbaren Annahmen bzgl. Wertzuwachs und Haltedauer ergibt sich beispielsweise ein effektiver Steuersatz von 20%. Setzt man, der oben vorgetragenen Argumentation folgend, diesen für Zwecke der Unternehmensbewertung zur Hälfte an, so sind thesaurierungsbedingte Unternehmenswertzuwächse (spätestens) ab dem Jahr 2009 einer persönlichen Einkommensteuer in Höhe von 10% zu unterwerfen.

Ermittelt man den Unternehmenswert der BSW unter vollständiger Vernachlässigung der Abgeltungssteuer auf realisierte Kursgewinne, so ergibt sich zum 17. Juli 2007 der folgende Ertragswert der BSW:

	2007 € Mio.	2008 € Mio.	2009 € Mio.	2010 € Mio.	nachhaltig € Mio.
Jahresüberschuss	36,00	82,31	119,45	125,67	207,95
Thesaurierung zur int. Finanzierung	0,00	0,00	0,00	0,00	7,72
Zur Ausschüttung verfügbare Mittel	36,00	82,31	119,45	125,67	200,23
Wertbeitrag aus Anschlussthesaurierung	23,40	53,50	77,64	81,68	96,26
Ausschüttung	12,60	28,81	41,81	43,98	103,97
Persönliche Einkommensteuer	-2,21	-5,04	-11,03	-11,60	-27,42
Zu kapitalisierende Erträge	33,80	77,27	108,42	114,07	172,81
Diskontierungsfaktoren	0,9153	0,8378	0,7642	0,6970	8,0689
Barwerte	30,94	64,74	82,85	79,51	1.394,40
Barwert zum	31.12.2006	1.652			
Barwert zum	17.7.2007	1.734			

Die entspricht einem Ertragswert je Aktie der BSW in Höhe von € 23,56.

Folgt man der zweiten Argumentationslinie und bezieht ab dem 1. Januar 2009 die Abgeltungssteuer auf realisierte Kursgewinne hälftig in die Unternehmensbewertung der BSW mit ein, so ergibt sich zum 17. Juli 2007 der folgende Ertragswert der BSW:

	2007 € Mio.	2008 € Mio.	2009 € Mio.	2010 € Mio.	nachhaltig € Mio.
Jahresüberschuss	36,00	82,31	119,45	125,67	207,95
Thesaurierung zur int. Finanzierung	0,00	0,00	0,00	0,00	7,72
Zur Ausschüttung verfügbare Mittel	36,00	82,31	119,45	125,67	200,23
Wertbeitrag aus Anschlussthesaurierung	23,40	53,50	77,64	81,68	96,26
Ausschüttung	12,60	28,81	41,81	43,98	103,97
Persönliche Einkommensteuer	-2,21	-5,04	-18,79	-19,77	-37,05
Zu kapitalisierende Erträge	33,80	77,27	100,66	105,90	163,19
Diskontierungsfaktoren	0,9153	0,8378	0,7642	0,6970	8,0689
Barwerte	30,94	64,74	76,92	73,81	1.316,72
Barwert zum	31.12.2006	1.563			
Barwert zum	17.7.2007	1.640			

Dies entspricht einem Ertragswert je Aktie der BSW in Höhe von € 22,29.


Die sich unter Berücksichtigung der Unternehmenssteuerreform in der sich derzeit abzeichnenden Gestalt darstellbaren Ertragswerte der BSW schwanken somit um den sich nach derzeit noch geltendem Steuerrecht ergebenden Ertragswert.

G. Schlussbemerkung

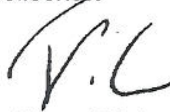
Wir erstatten dieses Gutachten nach bestem Wissen unter Bezugnahme auf die Berufsgrundsätze, wie sie in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüferordnung niedergelegt sind, sowie auf die uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte.

Hamburg, 4. Juni 2007
- 17453/H -

Susat & Partner OHG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Dr. Jörg Schlüter
Wirtschaftsprüfer



Dr. Thoralf Erb
CEFA