



Dipl.-Kfm. Volker Hülsmeier

Wirtschaftsprüfer
Steuerberater

**Bericht
über die Prüfung der
Angemessenheit der Barabfindung**

für die beabsichtigte Übertragung der Aktien der
Minderheitsaktionäre der

wallstreet:online capital AG,
Berlin

auf die

wallstreet:online AG,
Berlin

Leerbachstraße 14
D-60322 Frankfurt am Main

Tel. +49 (0)69 9133 51-0
Fax +49 (0)69 9133 51-81
huelsmeier@brender-huelsmeier.de
www.brender-huelsmeier.de

**Bericht
über die Prüfung der
Angemessenheit der Barabfindung**

für die beabsichtigte Übertragung der Aktien der
Minderheitsaktionäre der

wallstreet:online capital AG,
Berlin

auf die

wallstreet:online AG,
Berlin

Inhaltsverzeichnis

	<u>Seite</u>
<i>Abkürzungsverzeichnis</i>	3
A. Auftrag und Auftragsdurchführung	5
B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung nach § 327c AktG	8
I. Prüfungsgegenstand	8
II. Bericht des Hauptaktionärs über die festgelegte Abfindung	8
III. Prüfungsbericht	9
IV. Beurteilungsmaßstäbe im Rahmen der Prüfung	9
C. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	11
I. Angaben zur Ermittlung der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e AktG.	11
1. Methode zur Ermittlung der Barabfindung	11
2. Angemessenheit der angewandten Bewertungsmethode	12
2.1 Ertragswert und Discounted Cash Flow	12
2.2 Liquidationswert und Substanzwert	13
2.3 Vereinfachte Preisfindung anhand von Multiplikatoren	14
2.4 Börsenkurs	14
2.5 Vorerwerbspreise	15
2.6 Beurteilung der angewandten Bewertungsmethode	15
3. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung (§ 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG)	16
II. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen	16
1. Bewertungsobjekt	16
2. Bewertungsstichtag	19
3. Bewertungsverfahren und -vorgehen	19

4.	Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse.....	19
4.1	Unternehmensplanung als Bewertungsbasis	19
4.2	Auswirkungen der COVID-19-Pandemie	22
4.3	Markt- und Wettbewerbssituation	23
4.4	Vergangenheitsanalyse (Vermögens- und Ertragslage).....	25
4.5	Analyse der Unternehmensplanung 2022 bis 2026	28
4.6	Plananpassungen.....	33
4.7	Zu kapitalisierende Ergebnisse	35
5.	Ableitung der Kapitalisierungszinssätze	37
5.1	Vorbemerkungen.....	37
5.2	Basiszinssatz.....	38
5.3	Risikozuschlag.....	39
5.4	Wachstumsabschlag	44
5.5	Zusammenfassende Darstellung der Diskontierungssätze.....	45
6.	Ableitung des Ertragswerts.....	45
7.	Sonderwerte	46
8.	Unternehmenswert und Wert je Aktie.....	47
9.	Plausibilisierung des Unternehmenswerts anhand von Multiplikatoren ...	47
III.	Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung.....	48
D.	Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der Barabfindung.....	49

Anlage

Beschluss des Landgerichts Berlin vom 17.09.2021 betreffend die Bestellung des sachverständigen Prüfers

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft sowie „Die Aktiengesellschaft“ (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
App	Applikation
Art.	Artikel
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVErfGE	Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite Deutscher Aktienindex
DAB	BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Zeitschrift „Der Betrieb“
DCF	Discounted Cash Flow
Dipl.-Kfm.	Diplom-Kaufmann
EBT	Ergebnis vor Ertragsteuern (Earnings Before Taxes)
EBIT	Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (Earnings Before Interest And Taxes)
EBITDA	Ergebnis vor Zinsen, Ertragsteuern und Abschreibungen (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation an Amortization)
EK	Eigenkapital
Est	Einkommensteuer
EStG	Einkommensteuergesetz
EUR oder €	Euro
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FC	Forecast (Hochrechnung, Vorschau)
ff.	fortfolgende
GewSt	Gewerbsteuer
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hj.	Halbjahr
HFA IDW	Hauptfachausschuss des IDW
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	IDW Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (Stand: 04.07.2016)
i.d.F.	in der Fassung

IFR	Investment Firm Regulation – Verordnung (EU) 2019/2033 des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 27.11.2019 über Aufsichtsanforderungen an Wertpapierfirmen
i.H.v.	in Höhe von
i.S.d.	im Sinne des/der
i.V.m.	in Verbindung mit
KSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LG	Landgericht
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarde(n)
MSCI	Morgan Stanley Capital International (US-amerikanischer Finanz-Dienstleister)
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
PFOF	Payment for Order Flow
p.a.	per annum
rd.	rund / gerundet
RechKredV	Verordnung über die Rechnungslegung der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute
Rz.	Randziffer
S.	Satz oder Seite
SolZ	Solidaritätszuschlag
T€	Tausend Euro
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem / und andere
VALNES	VALNES Corporate Finance GmbH, Frankfurt am Main
vgl.	vergleiche
VW Bank	Volkswagen Bank GmbH
WACC	Weighted Average Cost of Capital (gewogene Kapitalkosten)
w:oc	wallstreet:online capital AG, Berlin
WPg	Zeitschrift „Die Wirtschaftsprüfung“
WpIG	Wertpapierinstitutsgesetz
WSO	wallstreet:online AG, Berlin
z.B.	zum Beispiel
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zzgl.	zuzüglich

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

Die

wallstreet:online AG, Berlin
- nachfolgend „WSO“ -

als Hauptaktionärin der

wallstreet:online capital AG, Berlin
- nachfolgend „w:oc“ oder „Gesellschaft“ -

beabsichtigt, auf einer außerordentlichen Hauptversammlung der w:oc am 26.01.2022 gemäß § 327a AktG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die WSO als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung herbeizuführen.

Gemäß § 327b Abs. 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest. Die Barabfindung muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. In dem Entwurf des Übertragungsbeschlusses hat die Hauptaktionärin eine Barabfindung von 47,48 € je Stückaktie der w:oc festgelegt.

Mit Beschluss vom 17.09.2021 hat mich das Landgericht Berlin gemäß § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung ausgewählt und bestellt. Der Beschluss ist diesem Bericht als Anlage 1 beigelegt.

Prüfungsgegenstand ist nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der Barabfindung, die in dem Bericht der WSO als Hauptaktionärin erläutert und begründet wird.

Für die Prüfung standen mir insbesondere folgende Unterlagen zur Verfügung:

- Geprüfte und mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehene Jahresabschlüsse und Lageberichte der w:oc für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020;
- Prüfungsberichte zu den vorgenannten Jahresabschlüssen und Lageberichten;
- Ungeprüfter Zwischenabschluss der w:oc zum 31.10.2021 (Bilanz und GuV mit Kontenaufgliederungen);
- Hochrechnung der Bilanz- und GuV-Positionen zum 31.12.2021;
- Mehrjahresplanung der w:oc für die Jahre 2022 bis 2026;
- Geschäftsplan nach § 15 Abs. 1 WpIG vom 21.07.2021 als Bestandteil des Antrags auf Erweiterung der Erlaubnis nach § 15 Abs. 1 WpIG für die w:oc;
- Bewertungsgutachten der VALNES vom 09.12.2021 sowie Auszüge aus den Arbeitspapieren der VALNES;

- Entwurf des Übertragungsberichts der Hauptaktionärin;
- aktuelle Fassung der Satzung der w:oc;
- Protokolle der Sitzungen des Aufsichtsrats der w:oc in den Jahren 2018 bis 2021;
- wesentliche Verträge, insbesondere Vermittlungs- und Vertriebsvereinbarungen mit diversen Kreditinstituten, Kooperationsvereinbarung zwischen der w:oc und der WSO betreffend das Projekt „Smartbroker“ sowie vertragliche Vereinbarungen betreffend die Übernahme der Depotkunden von der Volkswagen Bank GmbH;
- Steuerbescheide der w:oc für die Jahre 2017, 2018 und 2019 sowie Steuererklärungen für 2020 betreffend Körperschaft- und Gewerbesteuer;
- diverse aufsichtsrechtlich erforderliche Unterlagen (Risikoinventur und -strategie 2020, Risikobericht des Bereichs Risikocontrolling zum 30.06.2021, Register der Kundenbeschwerden, Beschreibung laufender Rechtsstreitigkeiten u.a.);
- Bezugsangebot vom 25.10.2021 an die Aktionäre der w:oc betreffend die Ausgabe neuer Aktien;
- Handelsregisterauszug der w:oc (zuletzt abgerufen am 02.12.2021).

Darüber hinaus habe ich öffentlich zugängliche Informationen wie z.B. Webseiten und Veröffentlichungen im Bundesanzeiger sowie Kapitalmarktdaten des Finanzdienstleisters Bloomberg herangezogen.

Alle erbetenen Informationen und Nachweise wurden mir von der Gesellschaft und der Hauptaktionärin und den von ihr benannten Personen erteilt. Die Vollständigkeit und Richtigkeit der erteilten Auskünfte und der vorgelegten Unterlagen wurden mir vom Vorstand der Hauptaktionärin und vom Vorstand der w:oc in einer berufüblichen Vollständigkeitserklärung bestätigt.

Bei der Prüfung habe ich die Stellungnahme des IDW *"Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen"* (IDW S 1) mit Stand vom 04.07.2016 beachtet.

Ich habe die gerichtliche Bestellung als Prüfer am 24.09.2021 erhalten und meine Arbeiten am 27.09.2021 aufgenommen und am 10.12.2021 abgeschlossen. Die als Bewertungsbasis dienenden Unternehmensplanungen habe ich am 30.09.2021 erhalten. Die letzte Aktualisierung der Hochrechnung für 2021 erfolgte im November 2021.

Die Hauptaktionärin hat die VALNES Corporate Finance GmbH, Frankfurt am Main, beauftragt, sie bei der Ermittlung der Barabfindung zu beraten und dazu ein eigenständiges Gutachten zu erstellen. Erste Ergebnisse der Bewertungsarbeiten und das Bewertungsmodell wurden mir am 17.11.2021 vorgelegt und erläutert. Die endgültigen Bewertungsergebnisse und den Entwurf des Bewertungsgutachtens habe ich am 01.12.2021 erhalten. Im Rahmen einer sogenannten Parallelprüfung habe ich mich im Einklang mit der Rechtsprechung des BGH regelmäßig mit der Bewertungsgutachterin über den Stand der Bewertungsarbeiten ausgetauscht und Zweifelsfragen erörtert. Die

Unternehmensplanungen und die einzelnen Parameter der Bewertung wurden mit dem Vorstand sowie dem Aufsichtsrat der w:oc und Mitarbeitern der Hauptaktionärin in verschiedenen Video-Konferenzen erörtert. Weitere Prüfungshandlungen, insbesondere die rechnerische Prüfung der Bewertung und der Abfindungsermittlung sowie die Prüfung der methodischen Konsistenz des Bewertungsmodells habe ich in meinem Büro in Frankfurt am Main vorgenommen.

Über das Ergebnis meiner Prüfung erstatte ich nach § 327c Abs. 2 AktG in sinngemäßer Anwendung des § 293e AktG den folgenden Bericht.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss meiner Prüfung und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung am 26.01.2022 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf die Bemessung der Barabfindung auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.

Ich weise ausdrücklich darauf hin, dass ich keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse, der Lageberichte oder der Geschäftsführung der w:oc vorgenommen habe. Solche Prüfungen sind nicht Gegenstand der Abfindungsprüfung. Meine Verantwortlichkeit beschränkt sich insoweit auf die anzuwendende berufssübliche Sorgfalt.

Vorab ist darauf hinzuweisen, dass in diesem Bericht mit Blick auf § 293a Abs. 2 AktG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 4 und 293e Abs. 2 AktG nicht sämtliche Details der bisherigen und der geplanten Vermögens-, Finanz- und Ertragslage offengelegt werden können, weil die Kenntnis dieser Tatsachen für die Gesellschaft erhebliche Nachteile gegenüber Wettbewerbern mit sich bringen könnte.

Der Prüfungsbericht dient der Dokumentation meiner Prüfung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung. Die Verwendung des Prüfungsberichts außerhalb der schriftlichen und mündlichen Berichterstattung an die Aktionäre und die Hauptversammlung der w:oc, auch über die Webseite der w:oc, der Information der Organe, der Vorlage beim Registergericht sowie im Rahmen eventueller Gerichtsverfahren (z.B. Spruchverfahren) bedarf meiner vorherigen schriftlichen Einwilligung. Ohne diese schriftliche Einwilligung darf der Prüfungsbericht nicht an Dritte weitergeben werden. Die Einwilligung wird nicht aus unbilligen Gründen verweigert werden.

Die im Prüfungsbericht dargestellten Berechnungen werden grundsätzlich ohne Nachkommastelle ausgewiesen. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition und Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- und Gesamtsummen führen. Ferner können sich aufgrund von Rundungsdifferenzen geringfügige Abweichungen zu den Zahlen im Bewertungsgutachten der VALNES ergeben.

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

I. Prüfungsgegenstand

Gegenstand meiner Prüfung ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung. Unter diesem Gesichtspunkt habe ich geprüft, ob die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der w:oc im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung als angemessen anzusehen ist.

Im Einzelnen bezieht sich die Prüfung danach insbesondere auf die Methoden zur Ermittlung der Barabfindung und das Ergebnis ihrer Anwendung, welche im Bericht der Hauptaktionärin erläutert und begründet werden. Die Prüfung erstreckt sich darauf, ob die für die Berechnung der Barabfindung angewandten Methoden den allgemein anerkannten betriebswirtschaftlichen und rechtlichen Grundsätzen entsprechen und ob die hierbei zugrunde gelegten Daten fachgerecht abgeleitet wurden. Basiert die Barabfindung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die wertrelevanten Parameter sachgerecht abgeleitet wurden und ob die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen. Sofern für die Bewertung Börsenkurse herangezogen werden, ist der maßgebliche Börsenkurs aus einem Durchschnittskurs für einen adäquaten Referenzzeitraum abzuleiten.

Es ist vor diesem Hintergrund grundsätzlich nicht die Aufgabe des Abfindungsprüfers, die für die Ableitung der Abfindung erforderlichen Unternehmensbewertungen selbst vorzunehmen. In der Regel erstellt der Prüfer jedoch ein eigenes Bewertungsmodell, schon um die Wertermittlung des Hauptaktionärs rechnerisch prüfen zu können, so auch im vorliegenden Fall.

Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere des Vorliegens der Voraussetzungen der Übertragung und der steuerlichen Auswirkungen, habe ich nicht vorgenommen. Meine Prüfung bezieht sich ferner nicht auf die wirtschaftliche Zweckmäßigkeit des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre.

II. Bericht des Hauptaktionärs über die festgelegte Abfindung

Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin der Hauptversammlung der w:oc einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden. Dieser Bericht ist nicht Gegenstand meiner Prüfung.

Soweit der Bericht indes die festgelegte Barabfindung und deren Ermittlung erläutert und begründet, stellen diese Ausführungen im Rahmen der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung eine wichtige Grundlage dar.

III. Prüfungsbericht

Ich habe als Abfindungsprüfer über das Ergebnis meiner Prüfung in sinngemäßer Anwendung des § 293e AktG schriftlich zu berichten. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Im Bericht ist anzugeben

1. nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist;
2. aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
3. welche Abfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der vorgeschlagenen Abfindung und der ihr zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

Mein Prüfungsbericht hat die Funktion, zur Angemessenheit der Barabfindung unter den oben genannten Gesichtspunkten Stellung zu nehmen. Er stellt gegenüber dem Bericht der Hauptaktionärin ein eigenständiges Gutachten dar. Um Wiederholungen zu vermeiden, werden jedoch nicht sämtliche Einzelheiten zu den rechtlichen und wirtschaftlichen Verhältnissen der w:oc nochmals ausführlich wiedergegeben, sondern die für die Bewertung wesentlichen Aspekte zusammengefasst.

IV. Beurteilungsmaßstäbe im Rahmen der Prüfung

Nach § 327a Abs. 1 AktG muss die Höhe der gewährten Abfindung angemessen sein. Der Begriff der „Angemessenheit“ wird im Gesetz inhaltlich nicht näher definiert. Die ständige Rechtsprechung fordert eine volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs für den Verlust seiner Beteiligung.¹ Demnach muss die Abfindung den wirklichen, wahren Wert der Beteiligung abbilden, damit der ausscheidende Aktionär für den Verlust seiner Rechtsposition wirtschaftlich voll entschädigt wird. Die Beurteilung der Angemessenheit einer Barabfindung erfolgt daher sowohl im Rahmen der Angemessenheitsprüfung als auch in einem sich eventuell anschließenden Spruchverfahren auf

¹ Vgl. BGH, Beschluss vom 31.01.2017 – Az. II ZR 285/15, BGH ZIP 2017, 469; BGH, Beschluss vom 12.01.2016 – Az. II ZB 25/14, AG 2016, 359 Rz. 21 m.w.N.; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26.01.2017, Az. 21 W 75/15; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 17.01.2017 – Az. 21 W 37/12, ZIP 2017, 974; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12.09.2017 – Az. 12 W 1/17, NZG 2017, 1188.

Basis einer Gesamtbetrachtung.² Nur in diesem Rahmen kann sichergestellt werden, dass der ausscheidende Aktionär eine volle Entschädigung für den Verlust seiner Beteiligung erhält.

Die Unternehmensbewertung der VALNES enthält sowohl bei der Prognose der finanziellen Überschüsse als auch bei der Ermittlung der Kapitalkosten verschiedene Annahmen. Eine Annahme wird im Rahmen der Prüfung dann als plausibel betrachtet, wenn sie

- auf einer sachgerechten Methode und
- einer vollständigen Datenbasis beruht,
- der Höhe nach vertretbar ist und
- die rechnerische Richtigkeit gewährleistet wird.

Die Ermittlungsmethode ist als sachgerecht anzusehen, wenn sie im Einklang mit den aktuellen wissenschaftlichen und praktischen Erkenntnissen auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung steht. Sofern hingegen eine nicht anerkannte oder nicht gebräuchliche Methode angewendet wird, ist die Annahme kritisch zu hinterfragen.

Die Vollständigkeit der Datenbasis ist gegeben, wenn eine ausreichende Datengrundlage für die Beurteilung einer Annahme vorliegt. Hierbei kann es sich etwa um Daten aus der Vergangenheitsanalyse oder Mengen- und Wertgerüste handeln, die einer angenommenen Entwicklung zugrunde liegen.

Eine Annahme ist der Höhe nach vertretbar, wenn sich der betrachtete Parameterwert innerhalb einer üblichen und intersubjektiv nachvollziehbaren Bandbreite von möglichen Werten bewegt. Abhängig von der zu beurteilenden Annahme kann sich die Bandbreite etwa aus der Anwendung verschiedener, jeweils sachgerechter Methoden ergeben und enger oder weiter gefasst sein. Sofern der Parameterwert außerhalb dieser Bandbreite liegt, ist die Annahme nicht mehr als vertretbar anzusehen.

Darüber hinaus ist zu analysieren, ob die Annahme rechnerisch richtig abgeleitet wurde und in sich konsistent ist.

Wenn sämtliche Kriterien erfüllt sind, ist eine Annahme insgesamt als plausibel anzusehen. Wird hingegen mindestens ein Kriterium nicht erfüllt, ist die Plausibilität der Annahme zu hinterfragen. Die beschriebene Vorgehensweise habe ich sowohl bei der Beurteilung Planungsrechnung (Zähler des Bewertungskalküls) als auch bei der Beurteilung des Kapitalisierungszinssatzes (Nenner des Kalküls) zugrunde gelegt.

² Vgl. Stephan in Schmidt/Luther (Hrsg.), AktG, 3. Auflage, § 305 Rz. 65; Ruiz de Vargas in Bürgers/Körber (Hrsg.), Aktiengesetz, 4. Auflage, Anhang § 305, Rz. 7a.

C. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

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

1. Methode zur Ermittlung der Barabfindung

Die Hauptaktionärin hat die Barabfindung im Entwurf des Beschlusses über die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien auf die WSO wie folgt festgelegt:

„Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der wallstreet:online capital AG (Minderheitsaktionäre) mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital der wallstreet:online capital AG von EUR 1,00 je Aktie werden gemäß §§ 327a ff. Aktiengesetz gegen Gewährung einer von der wallstreet:online AG mit Sitz in Berlin, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Berlin-Charlottenburg unter der Registernummer HRB 96260 B (Hauptaktionärin), zu zahlenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 47,48 je auf den Inhaber lautender Stückaktie der wallstreet:online capital AG auf die Hauptaktionärin übertragen.“

Im Bericht der Hauptaktionärin wird ausgeführt, dass die Barabfindung auf der Grundlage einer Unternehmensbewertung ermittelt wurde, die nach einer anerkannten betriebswirtschaftlichen Methode (Ertragswertverfahren) durchgeführt wurde. Für die Bewertung hat sich die Hauptaktionärin der sachverständigen Unterstützung der VALNES bedient. Nach den Angaben im Übertragungsbericht und im Gutachten der VALNES wurden die Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen beachtet, wie sie in der aktuellen Fassung des Standards IDW S 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer niedergelegt sind. Danach hat die VALNES einen objektivierten Unternehmenswert anhand des Ertragswertverfahrens ermittelt.

Die Bewertungsgutachterin ermittelte zum Bewertungsstichtag 26.01.2022 nach dem Ertragswertverfahrens einen Unternehmenswert von rd. 31,6 Mio. €. Der Wert je Aktie beträgt danach 47,48 €. Die Barabfindung wurde mit 47,48 € je Aktie festgelegt.

Der Vorstand der WSO hat sich bei der Festlegung der angebotenen Barabfindung dem von der Bewertungsgutachterin VALNES gewählten methodischen Vorgehen angeschlossen und sich die Ergebnisse vollständig zu Eigen und zum Gegenstand des Übertragungsberichts gemacht. In der gutachtlichen Stellungnahme der VALNES werden das methodische Vorgehen, die Ermittlung des Unternehmenswerts der WSO sowie des Unternehmenswerts je Aktie im Detail dargestellt

2. Angemessenheit der angewandten Bewertungsmethode

Die angemessene Barabfindung muss nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien berücksichtigen. Für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung stehen grundsätzlich unterschiedliche Bewertungsmethoden zur Verfügung. Das Aktiengesetz schreibt eine bestimmte Bewertungsmethode, die zur Beurteilung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung heranzuziehen ist, nicht vor.

Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis ist die Barabfindung bei Ausschluss von Minderheitsaktionären grundsätzlich aus einem objektivierten Unternehmenswert abzuleiten. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt.

Die von Wirtschaftsprüfern in Deutschland anzuwendenden Bewertungsgrundlagen und -methoden sind in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere in der Stellungnahme IDW S 1 „*Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen*“ niedergelegt. Demnach wird der Wert eines Unternehmens vorwiegend aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

Für die Ermittlung des Unternehmenswerts als Grundlage für die Festlegung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG stehen grundsätzlich die nachfolgend dargestellten Bewertungsmethoden zur Verfügung. Nach meinen Feststellungen führt im vorliegenden Fall die Ermittlung der Abfindung auf der Grundlage des Ertragswertverfahrens zu einem angemessenen und sachgerechten Ergebnis.

2.1 Ertragswert und Discounted Cash Flow

Der Wert des Eigenkapitals eines Unternehmens wird unter der Voraussetzung, dass ausschließlich finanzielle Ziele verfolgt werden, aus den künftigen, unsicheren Zahlungen abgeleitet, die die Eigenkapitalgeber dem Unternehmen entziehen können. Der Unternehmenswert kann daher als Barwert aller künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens berechnet werden, die bei der Fortführung des Unternehmens erwirtschaftet werden (Zukunftserfolgswert). In der Stellungnahme IDW S 1 „*Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen*“ werden die Grundzüge einer solchen Wertermittlung dargestellt.

Danach ergibt sich der Unternehmenswert, indem die zukünftig zu erwartenden Ausschüttungen des Unternehmens an seine Anteilseigner – saldiert mit eventuell erforderlichen Kapitalzuführungen – mit einem risikoadäquaten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden. Alternativ zum Ertragswertverfahren kann nach IDW S 1 grundsätzlich auch die DCF-Methode angewendet werden. Danach wird in der Praxis regelmäßig zunächst ein Gesamtkapitalwert für das operative Geschäft ermittelt (Brutto-, Entity-, Enterprise- oder WACC-Ansatz). Der Wert des Eigenkapitals wird aus dem Gesamtkapitalwert abgeleitet, indem die Nettofinanzschulden vom Gesamtkapitalwert abgezogen werden. Beide Bewertungsverfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren.

Die Bewertungsgutachterin VALNES hat den Unternehmenswert und darauf aufbauend die angemessene Barabfindung auf der Grundlage des in der Rechtsprechung und Bewertungspraxis in Deutschland vorherrschenden Ertragswertverfahrens gemäß IDW S 1 ermittelt. Die Grundsätze, die in diesem Standard dargestellt werden, insbesondere die Erläuterungen zur Ertragswertmethode, entsprechen der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur und in der Praxis der Unternehmensbewertung. Das Ertragswertverfahren wird auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt. Daher ist dieses Verfahren im vorliegenden Fall als grundsätzlich angemessen zu beurteilen.

Wertbildende Faktoren, die im Ertragswert nicht oder nicht vollständig erfasst werden, sind gesondert zu bewerten. Dabei kann es sich insbesondere um nicht betriebsnotwendiges Vermögen handeln. Im vorliegenden Fall ist wesentliches nicht betriebsnotwendiges Vermögen nach meinen Feststellungen nicht vorhanden. Ich verweise auf die Ausführungen im Abschnitt C.II.7 dieses Berichts (Sonderwerte).

Nach meiner Beurteilung ist die Anwendung der Ertragswertmethode im vorliegenden Fall sachgerecht und angemessen.

2.2 Liquidationswert und Substanzwert

Bei der Ertragswertmethode wird der Unternehmenswert aus den erwarteten Zahlungsüberschüssen des fortgeführten Unternehmens abgeleitet. Der Liquidationswert stellt hingegen den Zahlungsüberschuss aus der Liquidation dar. Der Substanzwert umfasst die Summe aller Ausgaben, die erforderlich wären, um das Unternehmen zu rekonstruieren.

Der Liquidationswert stellt grundsätzlich die ökonomische Bewertungsuntergrenze dar. Er ist immer dann maßgebend, wenn der Ertragswert kleiner als der Liquidationswert wäre, d.h. wenn die Nettoerlöse aus der Liquidation des Unternehmens höher wären als der Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens. Da die Gesellschaft unbefristet fortgeführt werden soll und davon auszugehen ist, dass der Ertragswert aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten (z.B. Abfindungen, Entschädigungen) deutlich über dem Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde, wurde seitens der VALNES auf die Ableitung und Darstellung des Liquidationswertes verzichtet. Ich halte diese Vorgehensweise für sachgerecht.

Der Substanzwert ist für die Ermittlung des Gesamtwerts eines fortzuführenden Unternehmens regelmäßig ohne Aussagewert. Die Bewertung der Unternehmenssubstanz unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zu dem sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Einzelnen nicht vollständig erfassbaren und zu bewertenden immateriellen Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat nur in wenigen Ausnahmefällen einen selbständigen Aussagewert, z.B. wenn die beste alternative Kapitalverwendung der Unternehmensnachbau wäre. Es ist daher sachgerecht, dass ein Substanzwert nicht ermittelt wurde.

2.3 Vereinfachte Preisfindung anhand von Multiplikatoren

In der Praxis ist es insbesondere bei Unternehmensübernahmen aber auch bei aktienrechtlichen Bewertungen üblich, sogenannte indikative Unternehmenswerte anhand von Ergebnismultiplikatoren oder anderer Multiplikatoren zu bestimmen, die als branchenüblich angesehen werden. Um solche Bewertungen durchzuführen, ist zum einen eine sorgfältige Analyse der bisherigen und der erwarteten Ertragslage des Bewertungsobjekts erforderlich. Zum anderen müssen die Multiplikatoren aus einer sorgfältigen Analyse vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden. Multiplikator-Bewertungen stellen lediglich vereinfachte, pauschale Bewertungen dar. Eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswert- oder einer anderen anerkannten betriebswirtschaftlichen Methode ist vorzuziehen.

Die Bewertungsgutachterin hat auf eine Plausibilisierung des Unternehmenswerts anhand von Multiplikatoren zutreffend verzichtet. Ich verweise auf die Ausführungen im Abschnitt C.II.9 dieses Berichts.

2.4 Börsenkurs

Die Aktien der w:oc sind bereits seit November 2014 nicht mehr an einer Börse notiert. Der Handel mit Aktien der w:oc im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse wurde damals eingestellt. Die Aktien werden mithin in Deutschland weder im

regulierten Markt noch im Freiverkehr einer Börse gehandelt. Die Barabfindung kann daher nicht auf der Basis eines Börsenkurses festgelegt werden.

2.5 Vorerwerbspreise

Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmensanteile können zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen. Sie ersetzen indes keine Unternehmensbewertung (vgl. IDW S 1, Tz. 13). Nach der Rechtsprechung und der herrschenden Meinung in der Literatur sind die Preise, die die Hauptaktionärin in einem sachlichen und zeitlichen Zusammenhang mit einem Squeeze-out-Verfahren für den außerbörslichen Erwerb von Aktien gezahlt hat, bei der Feststellung einer angemessenen Barabfindung nicht zu berücksichtigen.³

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts ist die Nichtberücksichtigung der von der Hauptaktionärin tatsächlich gezahlten Preise für Aktien der abhängigen Gesellschaft unbedenklich. Tatsächlich gezahlte Preise des Hauptaktionärs könnten aufgrund der ihnen innewohnenden Grenznutzenbetrachtung hinsichtlich des Kontrollerwerbs vom Verkehrswert der Aktien abweichen. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelinge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch.⁴

Vor dem Hintergrund, dass nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung aus Vorerwerbskursen keine Rückschlüsse auf die Angemessenheit der Barabfindung gezogen werden können, wurde diesbezüglich zu Recht auf eine detaillierte Analyse verzichtet.

2.6 Beurteilung der angewandten Bewertungsmethode

Die dargestellten Grundsätze und Bewertungsverfahren gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert. Sie haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere in der Stellungnahme IDW S 1 „*Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen*“, gefunden und werden regelmäßig auch von der Rechtsprechung anerkannt

Zusammenfassend ist daher festzustellen, dass die Ertragswertmethode, die die Bewertungsgutachterin zur Ermittlung der Barabfindung angewendet hat, sachgerecht und angemessen ist.

³ Vgl. etwa Fleischer in Großkommentar zum AktG, § 327b AktG, Tz. 19.

⁴ BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94.

3. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung (§ 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG)

Meine Prüfung der vorgelegten Wertermittlung hat ergeben, dass besondere Schwierigkeiten i.S.d. § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG bei der Bewertung der w:oc nicht aufgetreten sind.

II. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen

Ich habe mich von der Plausibilität der wesentlichen Planungs- und Bewertungsprämissen sowie der methodischen und rechnerischen Richtigkeit der Ermittlung des Unternehmenswerts überzeugt. In diesem Zusammenhang wird vom Prüfer regelmäßig auch ein eigenständiges Bewertungsmodell erstellt.

Nachstehend werden lediglich die für die Bewertung und meine Prüfung relevanten wesentlichen Aspekte zu den rechtlichen und wirtschaftlichen Verhältnissen der w:oc dargestellt, um Wiederholungen zu vermeiden. Ergänzend wird daher auf die ausführlichen Darstellungen im Übertragungsbericht der Hauptaktionärin und im Bewertungsgutachten der VALNES wie auch in den Jahresabschlüssen und Lageberichten für die letzten drei Geschäftsjahre verwiesen. Insbesondere wird auf eine nochmalige umfassende Darstellung und Erläuterung der letzten Jahresabschlüsse, der Geschäftstätigkeit der w:oc sowie des Markt- und Wettbewerbsumfelds verzichtet.

Im Einzelnen ist zur Prüfung der Wert- und Abfindungsermittlung festzustellen:

1. Bewertungsobjekt

Bewertungsobjekt der VALNES ist zutreffend die w:oc als Einzelgesellschaft. Die Gesellschaft wurde im Januar 2000 gegründet und übernahm als Teil der Unternehmensgruppe der WSO zunächst die Funktion eines bankenunabhängigen Internet-Finanzdienstleisters.

Die Gesellschaft hält zwar einen Minderheitsanteil von 33,3 % der Aktien der GF Global Funds SICAV, einer Investmentgesellschaft nach liechtensteinischem Recht. Es handelt sich hier jedoch um eine reine Finanzbeteiligung, die im Rahmen der Unternehmensbewertung gesondert berücksichtigt wurde. Dieses Vorgehen ist sachgerecht. Ich verweise auf die Ausführungen zu den Sonderwerten im Abschnitt C.II.7.

Das Grundkapital der w:oc beträgt nach der letzten Kapitalerhöhung im November 2021 derzeit 665.435,00 € und ist eingeteilt in 665.435 auf den Inhaber lautende Stückaktien. Die WSO ist zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts auskunftsgemäß mit

640.852 Aktien, mithin einem Anteil von 96,31 % an der w:oc beteiligt. Es befinden sich danach 24.583 Aktien oder rd. 3,69 % der Aktien im Streubesitz.

Bei der Gesellschaft handelt es sich um ein von der BaFin beaufsichtigtes Wertpapierinstitut. Ihr Geschäftsmodell fokussierte sich bislang vor allem auf die Vermittlung von Investmentfonds und Sachwertbeteiligungen mit deutlichen Preisvorteilen gegenüber Banken und Sparkassen. Gegenstand des Unternehmens ist gemäß Satzung vor allem die Anlagevermittlung gemäß § 2 Abs. 2 Nr. 3 WpIG (Erlaubnis der BaFin seit dem 23.04.2001), die Abschlussvermittlung gemäß § 2 Abs. 2 Nr. 5 WpIG (Erlaubnis der BaFin seit dem 02.12.2005) sowie die Vermittlung von sonstigen Finanzprodukten (inklusive Konten und Depots, Riester-Verträge, Edelmetallanlagen u.a.) und der Abschluss von Vereinbarungen über solche Vermittlungen mit dritten Parteien. Das Angebot der w:oc richtet sich ausschließlich an Selbstentscheider, eine Anlageberatung findet ausdrücklich nicht statt (sogenanntes „Execution-only“-Prinzip).

Die Erlaubnis der BaFin umfasst nicht die Befugnis, sich im Rahmen der Geschäftstätigkeit Eigentum oder Besitz an Geldern oder Wertpapieren von Kunden zu verschaffen. Die Erlaubnis erstreckt sich ferner nicht auf Bankgeschäfte im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 2 KWG oder sonstige Finanzdienstleistungen im Sinne des § 1 Abs. 1a Satz 2 KWG. Die Gesellschaft beabsichtigt jedoch, insbesondere den Neobroker „Smartbroker“ weiterzuentwickeln und dessen Vertrieb auszuweiten. Vor diesem Hintergrund hat die w:oc im Juli 2021 bei der BaFin eine wesentliche Erweiterung der erlaubnispflichtigen Tätigkeiten beantragt. Die Erlaubnis soll erweitert werden um

- das Finanzkommissionsgeschäft nach § 2 Abs.2 Nr. 1 WpIG,
- die Finanzportfolioverwaltung nach § 2 Abs. 2 Nr. 9 WpIG;
- den Eigenhandel nach § 2 Abs. 2 Nr. 10 WpIG,
- das Depotgeschäft nach § 2 Abs. 3 Nr. 1 WpIG und
- das Eigengeschäft nach § 15 Abs. 3 WpIG.

Das Erlaubniserweiterungsverfahren war bei Abschluss meiner Prüfung noch nicht abgeschlossen. Derzeit kann keine Aussage darüber getroffen werden, ob und wann die geplante Erweiterung des Unternehmensgegenstandes der w:oc tatsächlich durch Eintragung der Satzungsänderung im Handelsregister umgesetzt werden kann. Dies wird nach Einschätzung des Vorstands jedenfalls nicht mehr im laufenden Jahr erwartet. Die Erweiterung der Erlaubnis ist jedoch eine wesentliche Grundlage der Unternehmensplanung, die der Abfindungsermittlung zugrunde liegt. Durch diese Erweiterung soll zum einen das Produktsortiment der w:oc erweitert werden und zum anderen eine Trennung von der bisher wichtigsten Partnerbank erfolgen. Diese hat den bestehenden Kooperationsvertrag mit der w:oc im Juni 2021 mit Wirkung zum 31.12.2022 gekündigt. Über das tatsächliche Datum der Vertragsbeendigung wurde aber bisher keine Einigung erzielt.

Nach Erteilung der Erlaubnis und der Umsetzung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen sowie der Einführung einer neuen IT-Architektur werden die Kunden von der bisherigen Partnerbank auf die w:oc (Depotführung) und auf einen weiteren Kooperationspartner (Führung der Einlagekonten) übertragen. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts ist allerdings noch nicht geklärt, wie die Übertragung der Kundenbestände konkret gestaltet wird und ob überhaupt alle Kunden der Übertragung zustimmen.

Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit im Jahr 2020 und auch im laufenden Geschäftsjahr 2021 war die Vermittlung von Konten und Depots ohne Wertpapierdienstleistung (Leerkonten/-depots) und die Vermittlung von Anteilen an Investmentvermögen i.S.d. § 1 Abs. 1 KAGB. Die Gesellschaft hat dazu mit verschiedenen Kreditinstituten Vermittlungs- und Vertriebsvereinbarungen geschlossen. Im Jahr 2020 wurden ferner erstmals Provisionserträge aus dem neuen Geschäftsbereich „Smartbroker“ erzielt. Zur Vermittlung von Finanzprodukten betreibt die Gesellschaft vor allem die Internetseiten www.fondsdiscout.de, www.wo-capital.de und www.smartbroker.de.

Im internen Reporting und der Planung der Gesellschaft werden derzeit drei Geschäftsbereiche unterschieden:

- Transaction (Altgeschäft): Dieses Segment umfasst das ursprüngliche Transaktionsgeschäft, d.h. die Vermittlung von Anteilen an Investmentvermögen (Fondsdiscout), von Konten und Depots sowie die Vermittlung sonstiger Finanzprodukte (unternehmerische Beteiligungen, Genussrechte, Namensschuldverschreibungen).
- Smartbroker: Die strategische Ausrichtung der w:oc konzentriert sich zukünftig auf dieses Segment. Der Smartbroker wurde Ende 2019 eingeführt.
- VW Bank: Die VW Bank hat ihr Wertpapierdienstleistungsgeschäft (Anlageberatung und Anlagevermittlung), das im Rahmen einer Kooperation mit der DAB betrieben wurde, eingestellt und im Mai 2020 auf die w:oc übertragen. Die w:oc übernahm die Betreuung der Bestandskunden sowie des von der VW Bank vermittelten Neukundengeschäfts. Die Depotführung und die Wertpapierabwicklung wird derzeit weiterhin durch die DAB verantwortet. Die w:oc erhält von der DAB Provisionszahlungen (Transaktionsentgelte) und Bestandsprovisionen. Der Kaufpreis für die Übertragung der Kunden wurde von der WSO finanziert. Die w:oc übernimmt die operative Betreuung der Kunden daher im Rahmen einer Erwerbstreuhand treuhänderisch für die WSO und erhält dafür einen Teil der jährlichen Einnahmen als Treuhandgebühr.

Zum 31.12.2020 beschäftigte die w:oc 80 Mitarbeiter(innen). Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts werden 105 Mitarbeiter(innen) beschäftigt.

Es ist zusammenfassend festzustellen, dass das Bewertungsobjekt für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung von der Bewertungsgutachterin sachgerecht abgegrenzt wurde.

2. Bewertungstichtag

Die außerordentliche Hauptversammlung der w:oc, die den Beschluss zur Übertragung der Aktien fassen soll, ist für den 26.01.2022 vorgesehen. Dieser Tag wurde daher zutreffend als Bewertungstichtag festgelegt.

Als so genannten technischen Bewertungstichtag hat die Bewertungsgutachterin den 01.01.2022 gewählt. Die prognostizierten Überschüsse wurden zunächst auf diesen Tag diskontiert und sodann mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungstichtag 26.01.2022 aufgezinnt. Dieses Vorgehen halte ich für sachgerecht. Von der rechnerischen Richtigkeit habe ich mich überzeugt.

3. Bewertungsverfahren und -vorgehen

Die Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, wie sie im IDW S 1 niedergelegt sind, stellen einen allgemeinen Rahmen dar, der im jeweiligen Einzelfall zu konkretisieren ist. Die Bewertungsgutachterin hat den Unternehmenswert der w:oc aus dem Ertragswert des Geschäftsbetriebs abgeleitet. Dieses Vorgehen ist nach meinen Feststellungen sachgerecht. Der Unternehmenswert der w:oc wurde sachgerecht und nachvollziehbar in einem Ertragswertmodell abgebildet. Im vorliegenden Fall erfordern Branchenspezifika insbesondere bei der Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse eine besondere Beachtung, und zwar vor allem die aufsichtsrechtlich vorgeschriebenen Eigenkapitalanforderungen für Wertpapierinstitute.

Die Durchführung der Bewertung habe ich in allen wesentlichen Schritten – Ableitung der geplanten ausschüttbaren Überschüsse, Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes, Kapitalisierung auf den Bewertungstichtag – nachvollzogen und rechnerisch überprüft. Zu diesem Zweck habe ich ergänzend ein eigenes Bewertungsmodell erstellt. Die einzelnen Bewertungsparameter werden im Folgenden dargestellt und beurteilt.

4. Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

4.1 Unternehmensplanung als Bewertungsbasis

Die Bewertungsgutachterin hat ihrer Wertermittlung die Planungsrechnungen der w:oc für die Jahre 2022 bis 2026 zugrunde gelegt. Quelle dieser Planungen ist der Geschäftsplan für die Jahre 2021 bis 2024, den der Vorstand zusammen mit dem Antrag

auf Erweiterung der Erlaubnis im Juli 2021 bei der BaFin eingereicht hat. Für Zwecke der Bewertung und Abfindungsermittlung wurde der Planungszeitraum sodann vom Vorstand bis 2026 verlängert. Die Planansätze basieren auf den Rechnungslegungsgrundsätzen des HGB.

Die Planung der Gesellschaft besteht im Einzelnen aus Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen, Planbilanzen und Cash-Flow-Planungen für fünf Planjahre, die jeweils auf den Einzelplänen der drei Geschäftsbereiche basieren. Die Planungsmethode ist nach meinen Feststellungen sachgerecht und angemessen. Die Planung ist vollständig.

Die Gesellschaft hat in der Vergangenheit aufgrund der noch überschaubaren Größe lediglich eine Top-Down-Planung durch den Vorstand erstellt. Zwischenzeitlich wurde aufgrund des starken Wachstums durch die Einführung des Smartbroker ein gegenläufiger Bottom-Up-Planungsprozess etabliert, nach dem bis zum Ende eines Geschäftsjahres ein Budget für das Folgejahr und eine Planung für weitere drei Jahre erstellt wird.

Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts lag noch kein aktualisiertes Budget für das Jahr 2022 vor. Die Entwicklung der Erlöse und Kosten im laufenden Jahr habe ich mit der Bewertungsgutachterin und dem Vorstand der w:oc regelmäßig anhand der aktuellen Buchhaltungszahlen und der auf dieser Basis erstellten Forecasts für das Jahr 2021 diskutiert. Die letzte Hochrechnung für das Jahr 2021 erfolgte auf der Basis der Buchhaltungszahlen zum 31.10.2021. Danach geht der Vorstand davon aus, dass aufgrund nachlassender Handelsaktivitäten der Kunden die Planzahlen für 2021 nicht erreicht werden. Eine Anpassung der Planung für die Folgejahre wird derzeit nicht für erforderlich gehalten.

Die vom Vorstand der w:oc erstellte Planung wurde für Zwecke der Bewertung von der VALNES angepasst und ergänzt. Zu den einzelnen Anpassungen und Ergänzungen nehme ich im Rahmen der Darstellung meiner Prüfungsergebnisse zur Planungsanalyse Stellung.

Hinsichtlich der Prüfung der Planung ist vorab einschränkend darauf hinzuweisen, dass nach überwiegender Auffassung in der Rechtsprechung die Prüfung der Unternehmensplanung nur darauf gerichtet sein kann, ob den Planungen zutreffende Informationen zugrunde liegen, sie auf realistischen Annahmen aufbauen und nicht in sich widersprüchlich sind. Sie können und dürfen daher nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des sachverständigen Prüfers ersetzt werden. Vor diesem Hintergrund überprüft der Sachverständige in der Regel zunächst nur die Plausibilität der Planungen. Erst wenn er diese im Hinblick auf das Tätigkeitsfeld der zu bewertenden Gesellschaft und das wirtschaftliche Umfeld sowie die bisherige wirtschaftliche Lage für nicht vertretbar und plausibel hält, hat er eigenständige

Ermittlungen zu einer vertretbaren und plausiblen Planung anzustellen und diese in seinem Gutachten darzustellen

Bei der Beurteilung der Planungsrechnung habe ich neben den in Abschnitt B.IV. dargestellten Maßstäben zudem den vom IDW veröffentlichten Praxishinweis „*Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion*“ berücksichtigt, der sich mit der Plausibilisierung von Planungsrechnungen befasst.⁵ Der Praxishinweis bezieht sich ausschließlich auf die Plausibilität einer Planungsrechnung und damit den Zähler des Bewertungskalküls.

Im Rahmen der materiellen Plausibilitätsanalyse wird gewürdigt, ob die der Planung zugrunde liegenden Annahmen sowie die aus den Annahmen und dem Planungsmodell resultierenden Ergebnisse insgesamt unter angemessener Berücksichtigung von Chancen und Risiken abgeleitet wurden. Die Plausibilität ist gegeben, wenn die Annahmen und die Planansätze für den jeweiligen Anlass nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen, d.h. in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse stehen. Ergeben sich Abweichungen zu den Erkenntnissen aus den vorgenannten Analysen, sollten diese intersubjektiv nachvollziehbar sein. Ein sachkundiger Dritter sollte bei gleicher Informationslage zu vergleichbaren Einschätzungen kommen. Die materiellen Analysen umfassen die Analyse der internen und externen Plausibilität.

Die interne Plausibilität betrifft den Abgleich der Planungsrechnungen mit den Erläuterungen des Managements und damit verbunden die Würdigung, ob die in der Planungsrechnung verarbeiteten Annahmen mit den strategischen Vorstellungen und beabsichtigten operativen Maßnahmen des Managements in Übereinstimmung stehen. Des Weiteren ist im Rahmen der internen Plausibilitätsprüfung eine Vergangenheits- und Lageanalyse des Unternehmens durchzuführen. Hierzu werden in der Vergangenheit erzielte Ist-Werte mit entsprechenden Plan-Werten für GuV- und Bilanzgrößen verglichen.

Im Rahmen der externen Plausibilitätsprüfung werden die der Planung zugrunde liegenden Annahmen der Markt- und Wettbewerbsanalyse für das Unternehmen auf Grundlage der zum Planungszeitpunkt vorherrschenden Rahmenbedingungen gegenübergestellt. Dabei soll die externe Plausibilitätsprüfung insbesondere eine Analyse der Entwicklung der für das Unternehmen relevanten Absatz- und Beschaffungsmärkte sowie der Entwicklung und Prognosen wesentlicher Wettbewerber beinhalten.

⁵ Vgl. IDW, IDW Life 3/2017, Praxishinweis 2/2017: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion, S. 345.

4.2 Auswirkungen der COVID-19-Pandemie

Als Folge der COVID-19-Pandemie sehen sich viele Branchen erheblich veränderten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und einer hohen Unsicherheit gegenüber. Es handelt sich, anders als bei der Finanzkrise 2008, um eine realwirtschaftliche Krise, die nahezu alle Branchen betrifft. Am schnellsten und deutlichsten war die Entwicklung an den internationalen Kapitalmärkten zu beobachten, wo ab Ende Februar 2020 ein erheblicher Kursverfall zu beobachten war. Ebenso wie die Preise, die sich am Markt durch Angebot und Nachfrage bilden, sind auch die fundamentalanalytisch ermittelten Zukunftserfolgswerte der Unternehmen von der Pandemie betroffen. Hierzu hat der Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) des IDW am 25. März 2020 eine Empfehlung „*Auswirkung der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen*“ veröffentlicht. Demnach muss die Berücksichtigung der Unsicherheit in Folge der COVID-19-Pandemie sowohl in den Zahlungsströmen (Zähler des Bewertungskalküls) als auch im Kapitalisierungszinssatz (Nenner des Bewertungskalküls) Berücksichtigung finden. Dabei kann zwischen den kurz-, mittel- und langfristigen Auswirkungen, positiv wie negativ, auf das individuelle Bewertungsobjekt unterschieden werden.

Die kurz- und mittelfristigen Auswirkungen auf die Zahlungsströme, die in der Regel als zeitlich begrenzte Effekte betrachtet werden, beziehen sich z.B. auf positive wie negative Nachfrageeffekte oder Personalausfälle. Dem stehen staatliche Unterstützungen zur Kompensation von wirtschaftlichen Nachteilen gegenüber, die im Einzelfall in den Zahlungsströmen berücksichtigt werden müssen. Das Ausmaß der Auswirkungen ist von der Branche sowie dem einzelnen Unternehmen abhängig und kann unterschiedlich lang anhalten. Wie u.a. den Ausführungen im Lagebericht der w:oc für das Geschäftsjahr 2020 zu entnehmen ist, hat die Gesellschaft bisher von der Coronakrise und den damit verbundenen Lockdowns profitiert.

Die langfristigen Auswirkungen auf die Zahlungsströme betreffen die generelle Ausrichtung des Unternehmens und das Geschäftsmodell nach der überstandenen COVID-19-Pandemie. Es sind z.B. neue Entwicklungen in der Kommunikation, und beim Konsumverhalten vom Bewerter einzuschätzen. Viele Unternehmen werden nach der Krise auf eine veränderte Nachfrage nach Produkten und Dienstleistungen treffen. Der Vorstand der w:oc rechnet derzeit nicht mit einer wesentlichen Beeinflussung des Geschäftsmodells, wie auch bereits den Ausführungen im Lagebericht für 2020 zu entnehmen ist.

Hinsichtlich der Auswirkungen auf die Kapitalkosten sind bei Anwendung des CAPM die Marktrisikoprämie und der Betafaktor zu betrachten. Bei der Beurteilung der Marktrisikoprämie ist die langfristige Ausrichtung des Zukunftserfolgswertes und die Herleitung der Marktrisikoprämie aus langfristigen Analysen von Renditen am Kapitalmarkt zu beachten. Die hohen Schwankungen der Börsenkurse seit Februar 2020 stellen

eher eine Momentaufnahme als einen langfristigen Stimmungsindikator dar. Daher sieht der FAUB keinen Anlass, die Methode zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatz anzupassen und nachhaltig ein wesentlich erhöhtes Renditeniveau anzunehmen. Er hält daher unverändert an seiner bisherigen Kapitalkostenempfehlung fest (siehe dazu Abschnitt 5.3).

Die Schwankung der Rendite einzelner Aktien in Relation zu der Renditeschwankung der Marktrendite, ausgedrückt im Betafaktor, ist durch den Kursverfall und die erheblichen Kursvolatilitäten seit Februar 2020 stark beeinflusst. Die krisenbedingt teilweise große Abweichung der Betafaktoren im Vergleich zum Vorkrisenniveau spiegelt nicht unbedingt das zukünftige Risiko eines Unternehmens wider. Vor diesem Hintergrund könnte es sich bei Bewertungen derzeit anbieten, die Betafaktoren zum letzten Quartal vor der Corona-Pandemie oder den 31. Dezember 2019 vergleichsweise heranzuziehen (siehe dazu ebenfalls Abschnitt 5.3).

4.3 Markt- und Wettbewerbssituation

Für die Unternehmensbewertung und Abfindungsermittlung sind nach meinen Feststellungen im Wesentlichen die folgenden Aspekte von Bedeutung:

Der deutsche Retail-Brokerage-Markt (Vermittlung von Wertpapieren und anderen Finanzinstrumenten) ist stark umkämpft und zahlreiche Akteure stehen mit der w:oc im Wettbewerb um Kunden. Dabei sind grob drei Arten von Wettbewerbern zu identifizieren, die sich insbesondere bei der Höhe der Ordergebühren unterscheiden:

- Hausbanken und Online-Banken, die eine Kundenbeziehung über viele Jahre hinweg im traditionellen Bankgeschäft aufgebaut haben, verlangen im Vergleich die höchsten Gebühren pro Order von ihren Kunden. Sie versuchen tendenziell so lange wie möglich an ihrem Preisniveau festzuhalten.
- Etablierte Onlinebroker und Direktbanken sind seit mehr als zwei Jahrzehnten am Markt aktiv und haben online-affine Kunden gewonnen. Sie bieten Preise im mittleren Segment und dürften die eigene Kundendynamik zunächst beobachten, bevor Gebührensenkungen anstehen könnten.
- Neueinsteiger (Neobroker) sind größtenteils erst seit 2019 oder später in Deutschland aktiv und erzielen ein starkes Kundenwachstum durch niedrige Gebühren. Sie bieten nutzerfreundliche, stark auf Smartphone-Apps zugeschnittene Produkte an. Diesem Marktsegment sind die Produkte der w:oc zuzuordnen, z.B. der Smartbroker.

Mithin besteht im Markt ein erheblicher Preisdruck, der sich durch den Markteintritt international erfolgreicher Broker, die bisher nicht in Deutschland aktiv sind, weiter verschärfen könnte – bis hin zur Senkung der Ordergebühren auf Null, wie in den USA zu

beobachten (z.B. robinhood, E-Trade, Fidelity). Nach einer Analyse der Zeitschrift „Finanztest“ (Ausgabe 12/2021) ist der Smartbroker in Deutschland derzeit der günstigste Anbieter auf dem Markt.

Die Wettbewerbslandschaft in Deutschland ist unabhängig davon sehr attraktiv und bietet Wachstumschancen für erfolgreiche Anbieter. Das Wachstum des Transaktionsvolumens wird nach den vorgelegten Marktanalysen in den kommenden Jahren auf etwa 10 % p.a. geschätzt. Durch die anhaltende Niedrigzinsphase sind sowohl die Anzahl der Wertpapierdepots der privaten Haushalte als auch der durchschnittliche Depotbestand in den letzten Jahren gestiegen. Insbesondere die Gruppe der bis 29-jährigen Investoren ist im letzten Jahr stark gewachsen (+ 67 %), was auf nutzerfreundliche Apps aber auch die Lockdowns im Rahmen der Coronapandemie zurückzuführen ist. Besonders die Zahl der Online-Wertpapiertransaktionen dürfte daher in den nächsten Jahren stark wachsen und die Erfolgsaussichten für Online-Handelsplattformen wie den Smartbroker erhöhen.

Ferner ist im deutschen Markt weiteres Wachstumspotential vorhanden, weil immer noch ein Großteil der Bevölkerung nicht in Wertpapiere investiert. Diese „Nicht-Investoren“ machten in der Altersklasse von über 14 Jahren im Jahr 2020 einen Anteil von etwas mehr als 80 % aus.

Zu beachten ist allerdings, dass die w:oc im Vergleich zu den wesentlichen Wettbewerbern derzeit noch nicht über eine nutzerfreundliche Smartphone-App verfügt. Diese befindet sich in der Entwicklung und soll im ersten Halbjahr 2022 zur Verfügung stehen. Ferner gehen die Marktstudien davon aus, dass durch den weiter zunehmenden (Preis)Wettbewerb mittelfristig eine Konsolidierung des Marktes zu erwarten sein dürfte. Sobald der Markt verteilt ist, wird sich das Wachstum verlangsamen, so dass nur noch niedrige einstellige Wachstumsraten zu erwarten sein dürften.

Zudem könnten auch die Regulierungsbestrebungen der Europäischen Kommission, bei denen der Verbraucherschutz im Vordergrund steht, das weitere Wachstum vor allem der Neobroker negativ beeinflussen. In dem Entwurf der aktualisierten europäischen Finanzmarktverordnung (MiFIR), den die Kommission im November 2021 vorgelegt hat, ist ein komplettes Verbot des sogenannten „Payment for Order Flow“ (PFOF) vorgesehen.⁶ Dabei geht es um die Erlösmodelle vor allem der Neobroker, die sich zu einem erheblichen Teil aus den Rückvergütungen der Handelsplattformen und Market-Maker zusammensetzen, über die die Wertpapiertransaktionen abgewickelt werden. Auch die Erlöse der w:oc entfallen zu einem erheblichen Teil auf solche Rückvergütungen. Ein Verbot würde zu einem erheblichen Wettbewerbsnachteil der Neobroker gegenüber etablierten Instituten und Banken führen.

⁶ Siehe z.B. FAZ vom 23.11.2021, Seite 23, „Europäische Kommission gegen Neobroker“

Zum vorstehend dargestellten Markt- und Wettbewerbsumfeld hat die Bewertungsgutachterin verschiedene, sowohl öffentlich zugängliche als auch nicht öffentlich verfügbare Quellen herangezogen, die mir ebenfalls vorlagen.

Bei den öffentlich zugänglichen Quellen handelt sich u.a. um Analysen der Deutschen Bundesbank und des Deutschen Aktieninstituts betreffend die Anzahl der Wertpapierdepots der privaten Haushalte und den durchschnittlichen Depotbestand, die Entwicklung der Investoren nach Altersgruppen, die Anzahl der Online-Wertpapiertransaktionen in Deutschland und des Anteils der „Nicht-Investoren“ an der Bevölkerung über 14 Jahre. Ferner wird auf die Webseite „brokervergleich.de“ verwiesen.

Bei den öffentlich nicht zugänglichen Quellen handelt es sich vor allem um Analysen des Vermögensverwalters Blackrock betreffend die Wettbewerber in Deutschland, deren Gebührenmodelle und Ordergebühren sowie Marktgröße und -wachstum (Transaktionsvolumina global und in Deutschland).

Nach meinen Feststellungen wurde das Markt- und Wettbewerbsumfeld der w:oc basierend auf den vorgenannten Quellen von der Bewertungsgutachterin bei der Abfindungsermittlung sachgerecht berücksichtigt.

4.4 Vergangenheitsanalyse (Vermögens- und Ertragslage)

Die nachstehenden Zahlen habe ich den geprüften Jahresabschlüssen der Jahre 2018 bis 2020 und der laufenden Buchhaltung des Jahres 2021 entnommen. Die Rechnungslegung der Gesellschaft erfolgt nach den deutschen handelsrechtlichen Vorschriften für Kapitalgesellschaften. Da Finanzdienstleistungen erbracht werden, gelten die ergänzenden Vorschriften für Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute gemäß §§ 340 ff. HGB. Die Gliederung der Bilanz und GuV richtet sich daher nach den für große Kapitalgesellschaften geltenden Vorschriften des HGB und den ergänzenden Regelungen der RechKredV.

Um die **Ertragslage** der w:oc einschätzen zu können und eine erste Orientierung für die Analyse der Planzahlen zu erhalten, habe ich die Vergangenheitsergebnisse der Jahre 2018 bis 2021 (Stand: 31.10.2021) analysiert.

Es ergibt sich zusammenfassend das folgende Bild:

wallstreet:online capital AG, Berlin				
Ertragslage (TEUR)	2018	2019	2020	10/2021
Provisionserträge	4.587	5.576	8.331	15.740
Provisionsaufwendungen	-1.243	-1.496	-2.229	-8.418
Provisionsergebnis	3.344	4.080	6.102	7.322
Sonstige betriebliche Erträge	193	315	1.090	372
Personalaufwand				
Löhne und Gehälter	-1.530	-1.809	-2.652	-3.908
Soziale Aufwendungen u.ä.	-261	-288	-495	-703
	-1.791	-2.097	-3.147	-4.611
andere Verwaltungsaufwendungen	-1.403	-1.612	-3.701	-3.775
Abschreibungen Anlagevermögen	-40	-65	-96	-126
Sonstige Aufwendungen	-3	-7	-45	-27
Ergebnis vor Ertragsteuern	300	614	203	-845
Ertragsteuern	-93	-188	-64	0
Jahresüberschuss	207	426	139	-845

Es sind für die Bewertung und Ermittlung der Abfindung die folgenden, wesentlichen Entwicklungstendenzen festzuhalten:

Die w:oc erzielte bis 2020 positive, aber eher überschaubare Jahresergebnisse. Im Jahr 2020 begann die bereits beschriebene Neuausrichtung des Geschäftsmodells, die sich im Wesentlichen auf das neue Segment „Smartbroker“ konzentriert. Die Erlöse und auch das Provisionsergebnis sind daher 2020 erheblich gestiegen. Das Jahresergebnis verbesserte sich jedoch u.a. aufgrund der erheblichen Marketingkosten im Zusammenhang mit der Einführung des Smartbroker nicht. Die in diesem Zusammenhang ferner angefallenen Legitimationskosten für das Postident-Verfahren wurden in Höhe von 667 T€ von der WSO erstattet. Die sonstigen betrieblichen Erträge und auch die Portokosten als Teil der Verwaltungskosten werden daher deutlich höher ausgewiesen als 2019.

Im laufenden Jahr 2021 werden sich die Erlöse im Segment Smartbroker weiter erheblich erhöhen. Allerdings werden für die Weiterentwicklung und Bewerbung dieser Plattform im Jahr 2021 und in den kommenden Jahren erhebliche Kosten anfallen. Die Entwicklung und Bewerbung wird im Wesentlichen von der WSO betrieben und finanziert. Die WSO übernimmt ferner auch 2021 die Kosten der geldwäscherechtlichen Legitimation der Neukunden, die über das Portal Smartbroker gewonnen werden, sowie die Mietkosten für die Büroräume, welche im Zusammenhang mit dem Projekt Smartbroker genutzt werden. Vor diesem Hintergrund haben die w:oc und die WSO in einer „Kooperationsvereinbarung Smartbroker“ vereinbart, dass die WSO bis 2024 jährlich 70 % und ab dem Geschäftsjahr 2025 jährlich 40 % der Nettoeinnahmen aus dem Geschäftsbereich Smartbroker erhält. Die Kosten für die Etablierung des

Smartbroker werden 2021 und auch in den kommenden drei Jahren zu erheblichen Verlusten bei der w:oc führen.

Derzeit erwartet der Vorstand für das Gesamtjahr 2021 Nettoprovisionserlöse von insgesamt rd. 14,2 Mio. € und einen Verlust von rd. 1,1 Mio. €. Die für das laufende Jahr geplanten Erlöse werden nach Angaben des Vorstands nicht erreicht, weil insbesondere die Handelsaktivitäten der Kunden (Zahl der Transaktionen) zurückgegangen sind, wie auch bei den Wettbewerbern.

Eine weitergehende Analyse der bisherigen Ertragslage ist für Zwecke der Unternehmensbewertung weder sinnvoll noch erforderlich, weil diese Ergebnisse aufgrund der Neuausrichtung des Geschäftsmodells auf den Smartbroker, die mit erheblichen Investitionen in Technik, Marketing und Personal verbunden ist, nicht repräsentativ für die zukünftige Entwicklung der Gesellschaft sind. Die VALNES hat gemäß IDW S 1 Bereinigungen vorgenommen, die allerdings in diesem Kontext unwesentlich sind.

Die **Vermögens- und Finanzlage** der Gesellschaft stellt sich ausweislich des geprüften Jahresabschlusses 2020 und des internen Zwischenabschlusses zum 31.10.2021 aktuell wie folgt dar:

wallstreet:online capital AG, Berlin		
Vermögenslage (TEUR)	31.12.2020	31.10.2021
Vermögenswerte		
Guthaben bei Kreditinstituten	2.188	2.235
Forderungen an Kunden 1)	2.593	3.384
Beteiligungen	20	20
Treuhandvermögen	4.917	4.917
Immaterielle Anlagewerte	114	218
Sachanlagen	239	493
Sonstige Vermögensgegenstände	876	243
Abgrenzungsposten	45	74
	10.992	11.584
Schulden		
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	805	0
Treuhandverbindlichkeiten	4.917	4.917
Sonstige Verbindlichkeiten	2.353	1.994
Rückstellungen		
Steuerrückstellungen	146	0
andere Rückstellungen	634	3.254
Abgrenzungsposten	0	127
	8.855	10.292
Nettovermögen (Eigenkapital)	2.137	1.292

1) einschließlich der Forderungen an Kreditinstitute

Die Gesellschaft verfügte Ende Oktober 2021 noch über ein Eigenkapital von rd. 1,3 Mio. €. Das Eigenkapital muss zur Finanzierung des geplanten Wachstums und vor allem für die Erfüllung der aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen erheblich erhöht werden. Eine erste Kapitalerhöhung wurde im November 2021 durchgeführt. Der Gesellschaft flossen daraus liquide Mittel von rd. 8,0 Mio. € zu. Weitere Eigenmittel müssen Anfang des Jahres 2022 zugeführt werden.

Zur Erläuterung der einzelnen Bilanzpositionen wird im Übrigen auf die ausführlichen Darstellungen im Gutachten der VALNES und im Prüfungsbericht zum Jahresabschluss und Lagebericht 2020 verwiesen.

4.5 Analyse der Unternehmensplanung 2022 bis 2026

Die Planung der w:oc habe ich im Rahmen der Prüfungsarbeiten ausgehend von der Entwicklung im laufenden Jahr 2021 unter Berücksichtigung des Markt- und Wettbewerbsumfelds analysiert. Die Planungsunterlagen wurden mit dem Vorstand der w:oc sowie der Bewertungsgutachterin VALNES erörtert und auf Plausibilität geprüft. Zusammengefasst stellt sich die Ergebnisplanung der Gesellschaft bis zum Ergebnis vor Ertragsteuern wie folgt dar:

wallstreet:online capital AG	FC	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Ergebnisplanung (T€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Provisionserlöse	14.201	37.400	53.870	65.792	65.647	65.903
Provisionsaufwendungen	7.901	33.137	47.974	58.262	52.691	52.864
Provisionsergebnis	6.300	4.263	5.896	7.530	12.956	13.039
<i>in % der Erlöse</i>	44,4%	11,4%	10,9%	11,4%	19,7%	19,8%
Sonstige betriebliche Erträge	440	2.277	2.324	2.377	2.434	2.497
Personalaufwand	5.653	7.949	8.830	9.499	9.618	9.672
<i>in % der Erlöse</i>	39,8%	21,3%	16,4%	14,4%	14,7%	14,7%
Sonst. Verwaltungsaufwendungen	2.048	1.318	1.367	1.387	1.408	1.430
<i>in % der Erlöse</i>	14,4%	3,5%	2,5%	2,1%	2,1%	2,2%
EBITDA	-961	-2.727	-1.977	-979	4.364	4.434
<i>in % der Erlöse</i>	-6,8%	-7,3%	-3,7%	-1,5%	6,6%	6,7%
Abschreibungen	161	1.493	2.478	2.498	2.498	2.301
EBIT	-1.122	-4.220	-4.455	-3.477	1.866	2.133
<i>in % der Erlöse</i>	-7,9%	-11,3%	-8,3%	-5,3%	2,8%	3,2%

FC = Forecast (Stand: 11/2021)

Vorab ist anzumerken, dass in der Planung der Gesellschaft die nachfolgend dargestellten Sachverhalte abweichend vom Ausweis in der handelsrechtlichen Rechnungslegung dargestellt werden:

Die Provisionserlöse der w:oc als Wertpapierinstitut sind im Wesentlichen von der Umsatzsteuer befreit. Daher sind auch wesentliche Teile der von externen Dienstleistern und Lieferanten in Rechnung gestellten Umsatzsteuer (sogenannte Vorsteuer) nicht erstattungsfähig und von der Gesellschaft zu tragen. Diese nicht abziehbare Vorsteuer wird in der handelsrechtlichen Rechnungslegung unter den anderen Verwaltungsaufwendungen ausgewiesen. In der Planung der Gesellschaft erfolgt jedoch eine verursachungsgerechte Zuordnung im Wesentlichen bei den Provisionsaufwendungen.

Die sogenannten Traderzuschüsse, die die Gesellschaft an Kooperationspartner leistet, werden in der Planung mit den erhaltenen Orderkostenzuschüssen saldiert. In der handelsrechtlichen Rechnungslegung werden die Traderzuschüsse bei den Provisionsaufwendungen ausgewiesen.

Ferner weise ich darauf hin, dass in diesem Bericht mit Blick auf § 293a Abs. 2 AktG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 4 und 293e Abs. 2 AktG nicht sämtliche Details der Planung, die mir vorlagen, offengelegt werden können, weil die Kenntnis dieser Tatsachen für die Gesellschaft erhebliche Nachteile gegenüber Wettbewerbern mit sich bringen könnte. Dies betrifft insbesondere die zukünftige Preisgestaltung der Gesellschaft, aber auch die Verteilung der Umsatzerlöse auf einzelne Segmente sowie kundenspezifische Parameter, z.B. die Zusammensetzung des verwalteten Depotbestands.

Umsatzerlöse / Provisionserträge

Grundlage der Geschäfts- und damit vor allem Umsatzplanung ist das Ziel, eine führende Brokerage Plattform in Deutschland zu werden. Zielkunden sind Privatanleger, die selbständig ihre Investmententscheidungen treffen. Diese Geschäfte sollen über die Plattform der w:oc so einfach und so kostengünstig wie möglich abgewickelt werden. Dabei soll den Kunden eine umfangreiche Auswahl an Anlageklassen und Ausführungsplätzen zur Verfügung stehen, die mit einer ausgezeichneten Benutzerschnittstelle (User Interface) und Nutzererlebnis (User Experience) gekoppelt werden. Zu diesem Zweck wurde die bereits beschriebene Erlaubniserweiterung bei der BaFin beantragt und wird derzeit eine neue IT-Architektur aufgebaut, die den Kunden neben einem Desktop-Zugang auch eine Smartphone App bietet. Kern dieses Modells ist das Produkt Smartbroker. Über Servicepartner sollen den Kunden weitere Produkte wie z.B. Lombardkredite angeboten werden.

Daneben wird das bisherige Geschäft der Vermittlung von Investmentfonds, unternehmerischen Beteiligungen u.a. fortgeführt.

Die Provisionserlöse betreffen ab 2022 weit überwiegend Transaktionsprovisionen aus dem Vermittlungsgeschäft und hier das Segment Smartbroker. Dazu kommen

Bestandsprovisionen und weitere Ordergebühren, z.B. aus dem Handel mit Kryptowährungen.

Wesentliche Parameter der Umsatzplanung sind:

- Kundenwachstum und Anteil der aktiven Kunden,
- durchschnittliches Depotvolumen,
- Zahl der Transaktionen (Trades) je Kunde,
- Höhe der Ordergebühren (Kostenführerschaft).

Derzeitige Basis für die Kundenakquisition ist die vorhandene enge Kooperation mit der WSO, die die größte Finanzcommunity Deutschlands betreibt. Nach der Etablierung der zeitgemäßen User Interface und der User Experience sowie aufgrund der umfangreichen Produktpalette und der günstigen Gebühren erwartet der Vorstand, dass sich die Zahl der Kunden von Ende 2021 bis 2024 etwa verdoppeln dürfte. Diese Entwicklung soll einhergehen mit einem Wachstum der Umsatzerlöse um durchschnittlich jährlich rd. ein Drittel.

In den Jahren 2025 und 2026 wird sodann eine Konsolidierung der Umsatzerlöse auf dem Niveau des Jahres 2024 angenommen. Der Vorstand der Hauptaktionärin beabsichtigt, der w:oc für die Etablierung des Smartbroker in den Jahren 2021/22 erhebliche Eigenmittel zur Verfügung zu stellen. Eine erste Kapitalerhöhung in Höhe von rd. 8 Mio. € erfolgte im November 2021, weitere Eigenmittel sollen Anfang 2022 zugeführt werden. Diese Mittel werden von der Hauptaktionärin bereitgestellt und fließen vor allem in die Schaffung der neuen IT-Struktur sowie den erforderlichen Personalaufbau und Marketingmaßnahmen. Um die Kundenzahl ab 2025 nochmals deutlich zu erhöhen, müssten weitere erhebliche Investitionen getätigt werden, die vor allem Marketing und Personal betreffen. Dies ist derzeit nach Angaben des Vorstands der Hauptaktionärin weder geplant noch absehbar, weil zunächst die tatsächliche Entwicklung des Smartbroker abgewartet werden soll.

Vor dem Hintergrund des Stichtagsprinzips der Unternehmensbewertung, aber auch wegen der mittelfristig zu erwartenden Marktkonsolidierung ist die Planung der Umsatzerlöse ab 2025 daher aus prüferischer Sicht vertretbar und nicht zu beanstanden.

Insgesamt erscheint die Planung der Erlöse vor dem Hintergrund der tatsächlichen Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr 2021 nach meinen Feststellungen zwar ambitioniert, aber aufgrund des bereits beschriebenen Marktumfelds insgesamt plausibel. Die Wachstumsannahmen liegen aufgrund der Neuausrichtung des Geschäftsmodells, die letztlich mit einer Start-Up-Situation vergleichbar ist, teilweise deutlich über den Wachstumsraten von Wettbewerbern. Ein eventuelles Verbot der PFOF wird in der Planung nicht berücksichtigt.

Materialaufwand / Provisionsaufwand

Unter dieser Planungsposition werden sämtliche externen Dienstleistungen und Provisionen erfasst. Dazu zählen vor allem Wertpapierorderkosten, Depot- und Kontoführungskosten im Segment Smartbroker, Agio- u.a. Rückerstattungen an Kunden im Segment der Fondsvermittlung sowie Provisionen für Neukunden im Segment VW Bank. Daneben enthält diese Position Aufwendungen für Marketingmaßnahmen in Printmedien und im Internet sowie die Aufwendungen für den Erwerb von Leads.

Bis zum Jahr 2024 entfallen ferner etwas mehr als 30 % der gesamten Provisionsaufwendungen auf Zahlungen der w:oc an die WSO. Diese beruhen auf einem Kooperationsvertrag zwischen der w:oc und der WSO vom 22.04.2021 betreffend die Finanzierung der Entwicklung und Bewerbung des Produkts Smartbroker. Da die w:oc nicht über die erforderlichen finanziellen Mittel für dieses Projekt verfügt, verpflichtete sich die WSO, in den Jahren 2020 und 2021 externe Marketingmaßnahmen mit einem Budget von insgesamt mindestens 10,5 Mio. € durchzuführen. Ferner verpflichtete sich die WSO, in den Jahren 2020 und 2021 die Kosten für die Legitimation der Neukunden zu tragen, die nach geldwäscherechtlichen Vorschriften erforderlich sind sowie ferner Mietkosten der w:oc zu übernehmen.

Vor diesem Hintergrund haben die Parteien vereinbart, dass die WSO eine Beteiligung an den Nettoeinnahmen der w:oc aus dem Smartbroker-Produkt erhält, und zwar in den Jahren bis 2024 einen Anteil von 70 % und ab 2025 einen Anteil von 40 %. Der Anteil der Provisionsaufwendungen, den die Zahlungen der w:oc an die WSO ausmachen, sinkt daher ab 2025 auf nur noch rd. 14 %.

Die Planung des Provisions- / Materialaufwands ist nach meinen Feststellungen nachvollziehbar und plausibel.

Provisionsergebnis

Danach ergibt sich ein Provisionsergebnis von durchschnittlich rd. 12 % der Provisionserträge in den Jahren bis 2024, das sich in den Folgejahren insbesondere aufgrund der geringeren Zahlungen an die WSO auf rd. 17 % erhöhen soll.

Sonstige betriebliche Erträge

Die sonstigen betrieblichen Erträge umfassen im Wesentlichen Erträge aus Werbemaßnahmen auf der Webseite smartbroker.de sowie Erträge aus Mailingaktionen und Bannerwerbung auf der Webseite fondsdiscout.de. Mit der Etablierung des Smartbroker sollen diese Erträge im Vergleich zu den Vorjahren deutlich zunehmen.

Auch diese Entwicklung ist nachvollziehbar und plausibel.

Personalaufwand

Die Planung des Personalaufwands basiert auf dem aktuellen Personalbestand und einer detaillierten stellenbezogenen Personal- und Gehaltsplanung bis zum Jahr 2024. Danach soll sich die Zahl der Mitarbeiter(innen) bis Ende 2024 auf etwa 200 erhöhen. Der Gehaltstrend wird mit 1,5 % p.a. angenommen. Die Sozialabgaben werden mit 19,5 % der Löhne und Gehälter geplant.

Aufgrund des erheblichen Wachstums wird sich der Personalaufwand von derzeit (2021) rd. 40 % bezogen auf die Provisionserträge auf durchschnittlich rd. 14,5 % in den Jahren ab 2024 vermindern.

Die Planung der Personalaufwands ist nach meinen Feststellungen nachvollziehbar und plausibel.

Sonstige Verwaltungsaufwendungen

Unter dieser Position werden alle übrigen Verwaltungskosten erfasst, vor allem Raumkosten, Rechts-, Beratungs- und Prüfungskosten, Porto- und Telefonkosten sowie Bürobedarf. Die Kosten werden im Wesentlichen mit 2 % p.a. fortgeschrieben. Wie vorstehend bereits erläutert, werden die nicht abziehbaren Vorsteuern – anders als im Jahresabschluss – im Wesentlichen bei den Provisionsaufwendungen erfasst.

Die Planung der Verwaltungskosten ist nach meinen Feststellungen, nachvollziehbar und plausibel.

Abschreibungen

Die Abschreibungen basieren auf einer detaillierten Planung der aktivierungspflichtigen Investitionen. Diese betreffen insbesondere die Entwicklungskosten für die neue IT-Architektur, die für den Smartbroker erforderlich sind. Geplant und teilweise bereits verausgabt ist ein Betrag von rd. 12 Mio. €. Die Abschreibung erfolgt hier über eine Nutzungsdauer von fünf Jahren. Weitergehend wird angenommen, dass auch längerfristig Reinvestitionen in Höhe der geplanten Abschreibungen erforderlich sind.

Die Planung der Abschreibungen ist nach meinen Feststellungen nachvollziehbar und plausibel.

Zusammenfassend stelle ich zur Analyse und Prüfung der Planung fest, dass die Planansätze der w:oc nachvollziehbar und plausibel sind, allerdings aus meiner Sicht aus verschiedenen Gründen ein eher optimistisches Szenario darstellen. Hier ist im Vergleich zu Wettbewerbern vor allem auf die noch fehlende Erlaubniserweiterung durch die BaFin, die noch zu entwickelnde Smartphone-App und IT-Infrastruktur und nicht zuletzt das Risiko des Verlusts von Kunden bei der Übertragung der Wertpapierdepots auf die w:oc hinzuweisen. Ferner könnten die nachlassenden Handelsaktivitäten der Kunden im Jahr 2021 auf eine eher moderatere Entwicklung hindeuten.

4.6 Plananpassungen

Um die für die Bewertung relevanten zu kapitalisierenden Ergebnisse abzuleiten, wurden von der Bewertungsgutachterin zum einen Plananpassungen in den Jahren ab 2022 vorgenommen. Zum anderen wurde der Detailplanungszeitraum um weitere drei Jahre bis 2029 verlängert. Ferner war die Detailplanung – wie üblich – um eine zweite Planphase zu ergänzen (Jahre 2030 ff., sog. „ewige Rente“).

Plananpassungen in den Jahren 2022 ff.

Im Einzelnen wurden folgende Plananpassungen vorgenommen:

Der Planung der Treuhandgebühren für der Betreuung der ehemaligen Kunden der VW Bank lag noch eine vorläufige Einnahmenverteilung zwischen der w:oc und der WSO zugrunde. Im Kooperationsvertrag zwischen der w:oc und der WSO ist nunmehr ein höherer Erlösanteil für die w:oc geregelt, so dass die Provisionserlöse aus diesem Geschäft in der Planung für 2022 um rd. 400 T€ erhöht wurden und auch in den weiteren Planjahren entsprechende Folgeänderungen vorzunehmen waren.

Der vorstehend im Abschnitt 4.5 bereits beschriebene Kooperationsvertrag betreffend das Produkt Smartbroker sieht vor, dass eine Kündigung erstmals zum 01.01.2025 möglich ist. In diesem Fall stehen der WSO allerdings weiterhin Vergütungsansprüche für einen nachvertraglichen Zeitraum von fünf Jahren zu, mithin bis einschließlich 2029, um die von der WSO als Vorleistung erbrachten Marketingtätigkeiten zu entschädigen. Die Vergütung bezieht sich in diesem Fall allerdings nur auf die Einnahmen aus Smartbroker-Geschäften mit Kunden, die zum Zeitpunkt der Beendigung des Vertrags bereits in einer Geschäftsbeziehung zur w:oc stehen (Altkunden).

Die Bewertungsgutachterin hat für Zwecke der Unternehmensbewertung – abweichend von der Planung der Gesellschaft – unterstellt, dass der Smartbroker-Vertrag zum 01.01.2025 gekündigt wird, weil diese Option für die Gesellschaft langfristig ökonomisch vorteilhafter als eine Fortführung des Vertrags ist. Diese Annahme ist nach meinen Feststellungen sachgerecht. Sie führt zwar zunächst in den Jahren 2025 bis

2029 (nachvertraglicher Zeitraum) zu höheren Aufwendungen, weil die w:oc neben den Abführungen an die WSO die bisher von der WSO getragenen Marketing- und Entwicklungskosten nunmehr selbst tragen muss. Langfristig, also nach Ablauf der fünfjährigen Übergangsphase, ergibt sich allerdings eine Kostenentlastung von mehr als sechs Mio. Euro gegenüber dem letzten Planjahr, weil die Abführungen an die WSO entfallen.

Um den nachvertraglichen Zeitraum von fünf Jahren sachgerecht abzubilden, war daher eine Verlängerung des Detailplanungszeitraums bis 2029 erforderlich.

Die vorgenannten Plananpassungen habe ich rechnerisch in meinem Bewertungsmodell nachvollzogen. Sie sind nach meinen Feststellungen auch inhaltlich sachgerecht.

Ableitung der ewigen Rente

Die angepasste Planung der Gesellschaft war für Zwecke der Bewertung fortzuschreiben, indem ein nachhaltig, durchschnittlich jährlich erzielbares Ergebnis geschätzt wurde (sogenannte „ewige Rente“). Im Vergleich zum letzten Planjahr wurden folgende Anpassungen auf der Ebene des Betriebsergebnisses (EBIT) vorgenommen:

	<u>T€</u>
EBIT 2029	1.391
Wachstumsrate 1 % p.a. (vgl. Abschnitt 5.4)	14
Effekt aus Kündigung Smartbroker-Vertrag	<u>6.614</u>
EBIT nachhaltig	<u><u>8.019</u></u>

Zusammenfassend stellt sich die angepasste Planung ergänzt um das nachhaltige Ergebnis wie folgt dar:

wallstreet:online capital AG	Fortschreibung								
Ergebnisplanung (T€)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030 ff.
Provisionserlöse	37.806	54.296	66.241	66.118	66.397	67.062	67.732	68.409	69.093
Provisionsaufwendungen	33.137	47.974	58.262	55.023	54.983	55.238	55.504	55.783	49.726
Provisionsergebnis	4.669	6.322	7.979	11.095	11.414	11.824	12.228	12.626	19.367
<i>in % der Erlöse</i>	12,3%	11,6%	12,0%	16,8%	17,2%	17,6%	18,1%	18,5%	28,0%
Sonstige betriebliche Erträge	2.277	2.324	2.377	2.434	2.498	2.523	2.548	2.573	2.599
Personalaufwand	7.949	8.830	9.499	9.618	9.672	9.769	9.867	9.965	10.065
<i>in % der Erlöse</i>	21,0%	16,3%	14,3%	14,5%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Sonstige Verwaltungsaufwendungen	1.317	1.367	1.387	1.408	1.430	1.444	1.458	1.473	1.488
<i>in % der Erlöse</i>	3,5%	2,5%	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
EBITDA	-2.320	-1.551	-530	2.503	2.810	3.134	3.451	3.761	10.413
<i>in % der Erlöse</i>	-6,1%	-2,9%	-0,8%	3,8%	4,2%	4,7%	5,1%	5,5%	15,1%
Abschreibungen	1.493	2.478	2.498	2.498	2.301	2.324	2.347	2.370	2.394
EBIT	-3.813	-4.029	-3.028	5	509	810	1.104	1.391	8.019
<i>in % der Erlöse</i>	-10,1%	-7,4%	-4,6%	0,0%	0,8%	1,2%	1,6%	2,0%	11,6%

Ich habe die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses im Einzelnen nachvollzogen. Die Ansätze sind sachgerecht und plausibel.

4.7 Zu kapitalisierende Ergebnisse

Aus der vorstehend erläuterten Planungsrechnung wurden die zu kapitalisierenden Ergebnisse der w:oc wie folgt abgeleitet:

wallstreet:online capital AG									
Ermittlung der Nettoausschüttungen (T€)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	ab 2030
Betriebsergebnis (EBIT)	-3.813	-4.029	-3.028	5	509	810	1.104	1.391	8.019
+ Zinserträge	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Zinsaufwendungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)	-3.813	-4.029	-3.028	5	509	810	1.104	1.391	8.019
- Gewerbesteuer	0	0	0	0	0	0	-6	-22	-1.089
- Körperschaftsteuer	0	0	0	0	0	0	-7	-25	-1.201
Jahresüberschuss	-3.813	-4.029	-3.028	5	509	810	1.091	1.344	5.729
Auf- / Abbau handelsrechtl. Verlustvortrag	3.813	4.029	3.028	0	0	0	0	0	0
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	0	0	0	5	509	810	1.091	1.344	5.729
- Thesaurierung zur Wachstumsfinanzierung									-151
Überschuss vor pers. Ertragsteuern	0	0	0	5	509	810	1.091	1.344	5.578
davon: Ausschüttung	0	0	0	2	234	373	502	618	2.566
Abgeltungsteuer auf Ausschüttung	0	0	0	-1	-62	-98	-132	-163	-677
davon: Thesaurierung	0	0	0	3	275	437	589	726	3.012
Kursgewinnsteuer auf fiktive Thesaurierung	0	0	0	0	-36	-58	-78	-96	-397
Nettoausschüttungen	0	0	0	4	411	654	881	1.085	4.504

Die geringfügigen Differenzen zum Bewertungsmodell der VALNES beruhen auf Rundungsdifferenzen.

Die Ansätze sind im Einzelnen wie folgt zu erläutern:

Zinsergebnis

Zinserträge oder -aufwendungen fallen mangels verzinslicher Vermögenswerte oder Schulden nicht an.

Unternehmens- / Ertragsteuern

Die Planung der w:oc enthält – wie auch in anderen Fällen – keine detaillierte Planung der Ertragsteuern. Für Zwecke der Unternehmensbewertung ist daher regelmäßig eine separate Steuerberechnung zu erstellen. Die Ertragsteuern betreffen die Gewerbe- und die Körperschaftsteuer inkl. Solidaritätszuschlag. Der Gewerbesteuersatz wurde zutreffend mit 15,35 % angesetzt (Messzahl 3,5 % x Hebesatz Berlin 410 %). Der Körperschaftsteuersatz inkl. Solidaritätszuschlag beträgt 15,825 %.

Ferner ist zu berücksichtigen, dass aufgrund des Verlusts im laufenden Jahr 2021 steuerliche Verlustvorträge bei der Gewerbe- und Körperschaft entstehen, die sich in den Jahren bis 2024 aufgrund der Anlaufverluste im Segment Smartbroker weiter erhöhen. Im Planungszeitraum bis 2027 werden daher keine Ertragsteuern anfallen. In den Jahren 2028 und 2029 entsteht plangemäß eine geringfügige Steuerbelastung, weil der steuerliche Verlustabzug auf eine Million Euro zuzüglich 60 % des eine Million Euro übersteigenden steuerlichen Gewinns beschränkt ist (§ 10d Abs. 2 EStG i.V.m. § 8 Abs. 1 KStG).

Bei der Steuerberechnung im nachhaltigen Ergebnis wurden die Ende 2029 noch bestehenden Verlustvorträge korrekt berücksichtigt. Der Barwert der Steuerminderungen, die sich durch die Verlustvorträge ergeben, wurde in eine Annuität umgerechnet und in dieser Höhe die nachhaltige Steuerbelastung vermindert.

Handelsrechtliche Verlustvorträge

In den Jahren bis 2024 fallen plangemäß Verluste an, die handelsrechtlich zu einem Verlustvortrag führen. Für Bewertungszwecke wird sodann angenommen, dass der Ende 2024 bestehende Verlustvortrag durch eine Auflösung der Kapitalrücklage gemäß § 150 Abs. 4 AktG ausgeglichen wird. Damit stehen die ab 2025 geplanten Jahresüberschüsse grundsätzlich für eine Ausschüttung zur Verfügung. Dieses Vorgehen ist aus prüferischer Sicht nicht zu beanstanden.

Ausschüttungen / Thesaurierungen

Die Planungsrechnung der Gesellschaft sieht keine detaillierte Ausschüttungsplanung vor. Die Bewertungsgutachterin hat daher sowohl für die Jahre bis 2029 als auch für die ewige Rente eine durchschnittliche marktübliche Ausschüttungsquote von 46 % angenommen. Sie liegt innerhalb der am deutschen Kapitalmarkt zu beobachtenden Bandbreite der Ausschüttungsquoten, die langjährig etwa 40 % bis 60 % beträgt.

In Übereinstimmung mit IDW S1 wird hinsichtlich der thesaurierten Beträge unterstellt, dass die unternehmensinterne Verzinsung der thesaurierten Mittel kapitalwertneutral zum Kapitalisierungszins vor Unternehmenssteuern erfolgt. Die thesaurierten Beträge werden daher als sog. Wertbeitrag aus Thesaurierung dem zu kapitalisierenden Ergebnis fiktiv zugerechnet. Auf die Abbildung echter Thesaurierungen im Rahmen der Bilanzplanung im Detailplanungszeitraum bis 2029 wird hingegen verzichtet. Auch dieses Vorgehen ist aus prüferischer Sicht praxisüblich und daher vertretbar. Gleichwohl habe ich im Rahmen meiner Prüfung ergänzend analysiert, wie sich alternative Annahmen hinsichtlich der Verwendung der thesaurierten Mittel auf den Unternehmenswert auswirken. Insgesamt zeigten sich hierbei nur sehr geringfügige Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

In der Phase der ewigen Rente wurde von der Bewertungsgutachterin ferner eine echte Thesaurierung zur Finanzierung des nachhaltigen Bilanzwachstums i.H.v. rd. 151 T€ berücksichtigt. Durch die sogenannte wachstumsbedingte, echte Thesaurierung in der ewigen Rente wird berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der finanziellen Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanzposten – ausgehend von der Annahme einer nachhaltig stabilen Kapitalstruktur und Verschuldungsgrad – auch anteilig mit Eigenkapital zu unterlegen ist. Die für dieses Bilanzwachstum erforderliche Thesaurierung wurde daher zutreffend nicht in den Wertbeitrag aus der unmittelbaren fiktiven Zurechnung von Thesaurierungen an die Anteilseigner einbezogen.

Persönliche Ertragsteuern (Einkommensteuer)

Die Einkommensteuer auf Ausschüttungen wurde zutreffend in Höhe des Abgeltungssteuersatzes von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag, d.h. mit insgesamt 26,375 % angesetzt. Für die Besteuerung des im Zeitablauf entstehenden Wertzuwachses (Wertbeitrag aus Thesaurierung) wurde eine effektive Veräußerungsgewinnsteuer in Höhe des hälftigen Abgeltungssteuersatzes angenommen (12,5 %). Unter Berücksichtigung des Solidaritätszuschlags ergibt sich ein Steuersatz von insgesamt 13,2 %. Dieses Vorgehen ist praxisüblich und vertretbar und daher nicht zu beanstanden.

Die Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse habe ich im Einzelnen nachvollzogen und für sachgerecht befunden.

5. Ableitung der Kapitalisierungszinssätze

5.1 Vorbemerkungen

Die abgeleiteten Ausschüttungen sind mit einem geeigneten Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Ökonomisch gesehen stellt der Kapitalisierungszinssatz einen Vergleichsmaßstab dar. Er wird aus dem (erwarteten) Ertrag und dem Preis der zum Bewertungsobjekt besten alternativen Kapitalverwendung gebildet. Er gibt demnach an, welche Mindestverzinsung aus dem Bewertungsobjekt erzielt werden muss, um nicht schlechter zu stehen als bei einer Kapitalanlage in der besten Alternative. Die aus dieser alternativen Kapitalverwendung fließenden Vorteile müssen mit den erwarteten Überschüssen aus dem Bewertungsobjekt hinsichtlich zeitlicher Struktur, Risiko, Besteuerung und Kaufkraft vergleichbar sein.

Die Bestimmung einer solchen Alternativrendite ist in der Praxis der Unternehmensbewertung in der Regel unmöglich. Dem Gutachter sind die Alternativen und die Bewertungskriterien möglicher Unternehmenserwerber und des -verkäufers nicht

bekannt. Er muss deshalb versuchen zu objektivieren. Hierzu wird typischerweise auf Renditen von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) als Ausgangsgröße abgestellt. Diese Renditen werden für Bewertungszwecke in einen (quasi) risikolosen Basiszinssatz und eine Risikoprämie zerlegt, die die Anteilseigner aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos fordern. Ist davon auszugehen, dass die finanziellen Überschüsse nach Ende der Detailplanungsphase wachsen, ist der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsabschlag zu vermindern.

Die Vorgehensweise der Hauptaktionärin zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes habe ich wie folgt geprüft:

5.2 Basiszinssatz

Der Basiszins soll eine risikofreie Alternativanlage repräsentieren. Aufgrund ihres quasi sicheren Charakters erfüllen in Deutschland Anleihen der öffentlichen Hand weitestgehend die Forderung nach Risikofreiheit.

Der Basiszins muss ferner ein fristadäquater Zinssatz sein, d.h. die Geldanlage im zu bewertenden Unternehmen ist mit einer fristadäquaten alternativen Geldanlage zu vergleichen (Laufzeitäquivalenz). Dabei sollten die Fristigkeiten des Basiszinssatzes und der zu bewertenden Zahlungen (Ausschüttungen) übereinstimmen. Aufgrund des Stichtagsprinzips der Unternehmensbewertung sind grundsätzlich die am Bewertungsstichtag gültigen Renditen heranzuziehen. Da ein Unternehmen mit einer annahmegoemäß zeitlich unbegrenzten Lebensdauer bewertet wird, wäre als Basiszins grundsätzlich die am Bewertungsstichtag zu erzielende Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe heranzuziehen. Da solche Anleihen jedoch nicht vorliegen oder gehandelt werden, werden deren theoretische Renditen aus der jeweils aktuellen Zinsstruktur am Rentenmarkt (Zinsstrukturkurve) gewonnen. Die Deutsche Bundesbank veröffentlicht regelmäßig Schätzungen von Zinsstrukturkurven und die Parameter für diese Schätzungen.

Aus den börsentäglich veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank habe ich einen risikolosen Basiszins von 0,149 % abgeleitet. Es handelt sich um einen sog. barwertäquivalenten, d.h. einheitlichen Zins für den gesamten Bewertungszeitraum, d.h. alle Planjahre. Nach den Empfehlungen des IDW habe ich diesen Zins aus den durchschnittlichen Renditen der drei Monate vor Abschluss meiner Arbeiten ermittelt, um kurzfristige Marktschwankungen sowie mögliche Schätzfehler zu glätten. Die ferner vom IDW empfohlene Rundung auf einen Zehntel Prozentpunkt habe ich dabei noch nicht vorgenommen.

Die Bewertungsgutachterin hat der Ermittlung des Basiszinssatzes ebenfalls die vorgenannten Ausgangsdaten zugrunde gelegt und kommt zum gleichen Ergebnis, setzt

den Basiszinssatz aber mit abgerundet 0,10 % an. Sie hat der Empfehlung des IDW folgend eine Rundung auf einen Zehntel Prozentpunkt vorgenommen.

Der Basiszinssatz wurde sodann sachgerecht mit einer persönlichen Ertragsteuer von 26,375 % in eine Nachsteuergröße umgerechnet.

5.3 Risikozuschlag

Der Risikozuschlag soll das Risiko abgelden, dass der Investor im Vergleich zu einer quasi risikolosen Alternativenanlage bei einer Investition in das zu bewertende Unternehmen übernimmt. Grundsätzlich richtet sich die Höhe des unternehmensspezifischen Risikozuschlags nach der jeweiligen Risikostruktur des Unternehmens und damit letztlich nach der Bandbreite der zu erwartenden Ergebnisse des zu bewertenden Unternehmens. Dabei ist davon auszugehen, dass die Marktteilnehmer risikoscheu sind. Sichere Erträge werden gegenüber Erwartungswerten von unsicheren Erträgen in derselben Höhe stets vorgezogen. Das Risiko kann durch einen Abschlag von den erwarteten Überschüssen oder durch einen Zuschlag auf den Kapitalisierungszins berücksichtigt werden. In der Praxis wird nahezu ausschließlich das letztere Vorgehen gewählt. Die konkrete Höhe des Risikozuschlags ist in der Praxis insbesondere hinsichtlich des Grads der Risikoaversion von Investoren regelmäßig nur mit Hilfe von Typisierungen und vereinfachenden Annahmen festzulegen. Am Markt beobachtete Risikoprämien können dabei im Rahmen objektivierender Bewertungen als Anhaltspunkte dienen, die an die Besonderheiten des Bewertungsfalls anzupassen sind.

Eine marktgestützte Ermittlung des Risikozuschlags kann insbesondere auf der Basis des CAPM und des darauf aufbauenden Tax-CAPM vorgenommen werden, weil mit diesen Modellen Risikoprämien indirekt aus beobachtbaren Kapitalmarktpreisen abgeleitet werden können. Die Preise, die sich auf den Kapitalmärkten bilden, resultieren aus den Handlungen der Anleger. Wertpapierpreise reflektieren daher die Risikopräferenzen der Anleger. Die Bewertung der Risiken von Aktien durch den Kapitalmarkt wird mit dem CAPM und dem Tax-CAPM modelltheoretisch abgebildet. Anhand dieser Modelle kann ein angemessener Risikozuschlag nachvollziehbar und objektivierbar quantifiziert werden.

Obwohl in einigen gerichtlichen Entscheidungen Kritik am CAPM geäußert wird und unstrittig erhebliche Ermessensspielräume hinsichtlich der Parameter des Modells bestehen, wird in der Bewertungspraxis und auch in der Rechtsprechung überwiegend auf das CAPM zurückgegriffen. Ich halte dieses Vorgehen für sachgerecht und angemessen, und zwar vor allem deswegen, weil diese Methode transparenter ist als z.B. das eigene Ermessen des Bewerter. Auch stehen bessere oder zumindest gleichwertige, praktisch handhabbare Alternativen derzeit nicht zur Verfügung.

Die beiden Modellparameter, die nach dem CAPM für die Berechnung des Risikozuschlags benötigt werden, sind die Marktrisikoprämie und der Betafaktor. Der Risikozuschlag ergibt sich aus der Multiplikation des Beta-Faktors mit der Marktrisikoprämie.

Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der erwarteten Rendite einer (quasi-)risikolosen Anlage (z.B. Bundesanleihen) und der erwarteten Rendite eines Marktportfolios (z.B. CDAX). Sie misst damit den Renditeaufschlag, den der Markt für eine Anlage in riskante Wertpapiere gegenüber risikolosen Anlagen gewährt.

In der Standardform des CAPM werden Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen von persönlichen Ertragsteuern erklärt. Da Aktienrenditen und Risikoprämien aber grundsätzlich durch Ertragsteuern beeinflusst werden, dürften die empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das Tax-CAPM realitätsnäher erklärt werden. Es erweitert das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern, indem Basiszinssatz und Marktrisikoprämie mit den jeweils relevanten Steuersätzen belastet werden. Danach setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die Abgeltungssteuer gekürzten Basiszinssatz und der Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern gewichtet mit dem Betafaktor zusammen.

Empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit in Abhängigkeit von dem zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum, der statistischen Methode zur Mittelwertbildung sowie des für die Untersuchung herangezogenen Indexes (z.B. DAX, CDAX) deutlich höhere Renditen erzielten als Anlagen in (quasi-)risikofreien Kapitalmarktanlagen

Eine erste Empfehlung zur konkreten Höhe der erwarteten Marktrisikoprämie gab der Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW (inzwischen: Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft - FAUB) im Jahr 2004. Für Unternehmensbewertungen mit Bewertungsstichtagen nach dem 31.12.2004 wurde danach eine Marktrisikoprämie von 5,0 % bis 6,0 % nach persönlichen Ertragsteuern für sachgerecht gehalten, sofern dem nicht Besonderheiten im Einzelfall entgegenstanden. Die ermittelten Vergangenheitswerte werden dabei als Schätzer für die erwartete Marktrisikoprämie verwendet. Die Empfehlung basierte insbesondere auf Ergebnissen einer Kapitalmarktuntersuchung von Stehle⁷, in der Marktrisikoprämien unter der Berücksichtigung von persönlichen Steuern ermittelt wurden. In der Stehle-Studie wurden für den Referenzzeitraum der Jahre 1955 bis 2003 Risikoprämien am deutschen

⁷ Stehle, Die Festlegung der Risikoprämie von Aktien im Rahmen der Schätzung des Wertes von börsennotierten Kapitalgesellschaften, WPg, 2004, S. 906 ff.

Kapitalmarkt von 5,46 % vor persönlichen Ertragsteuern und 6,66 % nach persönlichen Ertragsteuern genannt (jeweils arithmetisches Mittel, Basis CDAX).

Stehle spricht sich für eine Verwendung des arithmetischen Mittels aus, hält für die Schätzung zukünftiger Marktrisikoprämien aber einen Abschlag von 1,0 % bis 1,5 % aufgrund der gewachsenen Effizienz der Kapitalmärkte für sachgerecht. Im Ergebnis sprach er sich (bei Geltung des damaligen Halbeinkünfteverfahrens) für einen mittleren Risikozuschlag von 4,5 % vor und 5,5 % nach persönlichen Steuern aus.

Im Jahr 2008 aktualisierte der FAUB des IDW die Empfehlungen zur Marktrisikoprämie, um die die Änderungen des Steuersystems für Bewertungsstichtage ab dem 01.01.2009 zu berücksichtigen. Für Bewertungsstichtage nach der Einführung der Kursgewinnbesteuerung zum 01.01.2009 empfahl das IDW nunmehr eine Bandbreite der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 4,0 % bis 5,0 %.

Mit den Hinweisen zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung vom 10.01.2012 und vom 19.09.2012 empfahl das IDW, sich nunmehr bei der Bemessung der Marktrisikoprämie an einer Bandbreite von 5 % bis 6 % nach persönlichen Steuern zu orientieren (5,5 % bis 7,0 % vor persönlichen Steuern). Nach Auffassung des IDW sind bei der Prognose der Marktrisikoprämie durch die Finanzmarktkrise veränderte Einflussparameter, insbesondere eine veränderte Risikotoleranz zu berücksichtigen, so dass sich im Vergleich zu den Jahren vor der Finanzmarktkrise höhere Marktrisikoprämien rechtfertigen lassen.

Aktuell ist insofern eine bislang einmalige Situation zu beobachten, als dass die Zinsstrukturkurve deutscher Staatsanleihen über viele Jahre der gesamten Laufzeit von 30 Jahren im negativen Bereich verläuft. Der daraus abgeleitete und in der Unternehmensbewertung als Schätzung für den risikolosen Zinssatz verwendete barwertäquivalente Zinssatz liegt damit faktisch nahe null Prozent. Auf Basis der bisherigen Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 5,5 % bis 7,0 % würde dies gleichzeitig bedeuten, dass im Bewertungskalkül von einer Gesamtrenditeerwartung für den Aktienmarkt von eben diesen 5,5 % bis 7,0 % ausgegangen wird.

Eine derart gesunkene Gesamtrenditeerwartung lässt sich indes mit beobachtbaren Marktdaten kaum vereinbaren. Die Analysen des IDW weisen zwar auf einen leichten Rückgang der Gesamtrendite im Zeitablauf, insbesondere im kürzeren Zeitraum seit 2012/13 hin. Dieser steht jedoch in keinem Verhältnis zu dem Rückgang der Renditen deutscher Staatsanleihen. Die Gesamtrendite liegt bei vorsichtiger Würdigung aller Analysen nominal eher in einer Bandbreite von 7 % bis 9 %, was auch durch aktuelle Untersuchungen der Bundesbank gestützt wird. Die bislang gültige Empfehlung für die Marktrisikoprämie würde mithin bei Verwendung ihrer Obergrenze gerade an den

unteren Rand der beobachtbaren Gesamrendite heranreichen. Die Empfehlung des IDW für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern wurde daher Ende Oktober 2019 auf 6 % bis 8 % und nach persönlichen Steuern auf 5,0 % bis 6,5 % angehoben. Mithin orientiert sich das IDW tendenziell am unteren Ende beobachtbarer Gesamrenditen und möchte damit berücksichtigen, dass diese im Zeitverlauf weiter leicht nachgeben könnten. Die durchschnittliche Renditeerwartung für den deutschen Aktienmarkt für die letzten fünf Jahre auf der Basis des marktbreiten CDAX wie auch die implizite Marktrisikoprämie für den CDAX dürften allerdings vor persönlichen Steuern etwas über 8 % liegen.⁸

Vor diesem Hintergrund ist der Ansatz einer Marktrisikoprämie nach Steuern in Höhe von 6,0 %-Punkten, den die Bewertungsgutachterin gewählt hat und der etwas oberhalb des Mittelwerts der nunmehr vom IDW empfohlenen Bandbreite liegt, nachvollziehbar und plausibel.

Betafaktor

Die allgemeine Marktrisikoprämie ist zu modifizieren, um die spezifische Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens abzubilden. Orientierungsgröße hierfür bieten am Kapitalmarkt beobachtbare und nach den Grundsätzen des CAPM abgeleitete Beta-Faktoren vergleichbarer Unternehmen oder von Unternehmen innerhalb einer Branche. Dabei wird zwischen dem unsystematischen Risiko und dem systematischen Risiko unterschieden. Das unsystematische Risiko betrifft nur das einzelne Unternehmen und kann grundsätzlich durch die Geldanlage in einem diversifizierten Portfolio beseitigt werden. Eine Risikoprämie wird am organisierten Kapitalmarkt nur für das systematische Risiko bezahlt, das nicht durch Diversifikation beseitigt werden kann. Gemessen wird das systematische Risiko über den Beta-Faktor. Ein Beta von 1 bedeutet (vereinfacht), dass das Unternehmensrisiko dem Gesamtmarktrisiko entspricht; Werte kleiner als 1 drücken ein im Vergleich zum Gesamtmarkt geringeres, Werte größer 1 ein höheres Unternehmensrisiko aus. Der Betafaktor berechnet sich aus dem Zusammenhang zwischen der Renditeschwankung einer konkreten Aktie und der Marktrenditeschwankung. Er wird wesentlich von der Branche (operatives Risiko) und der Kapitalstruktur (Finanzierungsrisiko) des zu bewertenden Unternehmens beeinflusst.

Da der Kapitalisierungszinssatz die Rendite einer äquivalenten Alternativinvestition widerspiegeln soll, ist es sinnvoll und sachgerecht, den Betafaktor aus den Betafaktoren einer Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group) abzuleiten, sofern ein eigener Betafaktor mangels Börsennotierung nicht ermittelt werden kann. Dieses Vorgehen wurde auch von der Bewertungsgutachterin gewählt.

⁸ Laas/Makarov, Wohin steuert die Marktrisikoprämie, WPg 16.2020, S. 982 ff., Datenbasis bis 2019

Die zu beobachtenden Betafaktoren (raw betas) werden in der Regel zunächst um das Finanzierungsrisiko bereinigt (unlevered) und sodann an den Verschuldungsgrad des Bewertungsobjekts angepasst (relevered). Bei Finanzdienstleistungsunternehmen gehört die Finanzierungstätigkeit indes untrennbar zum operativen Geschäft, so dass eine Differenzierung zwischen operativen und Finanzierungsrisiken weder sinnvoll noch möglich ist. Das trifft auch auf die Vergleichsunternehmen im vorliegenden Fall zu, so dass die Bewertungsgutachterin zutreffend die raw betas herangezogen hat.

Die Bewertungsgutachterin hat die Vergleichsunternehmen nach meinen Feststellungen sachgerecht ausgewählt. Dabei ist allerdings einschränkend zu berücksichtigen, dass es sich bei diesen Unternehmen sämtlich nicht um Neobroker handelt und das Brokerage in der Regel nur einen Teil des Geschäftsmodells darstellt. Sie sind in der Regel bereits seit Jahren am Markt etabliert, weisen ein diversifizierteres Leistungsspektrum und höhere Kundenzahlen auf und sind operativ profitabel. Reine Neobroker sind bisher noch nicht an einer Börse notiert.

Die Betafaktoren wurden sodann mittels linearer Regression zutreffend gegen einen breiten internationalen Index (MSCI World Developed Countries Index) ermittelt, weil dieser am ehesten ein breites Marktportfolio widerspiegelt, das für die Anwendung des CAPM gewählt werden sollte. Ferner ist die Peer Group ebenfalls international. Die Bewertungsgutachterin hat einem 2-jährigen Ermittlungszeitraum des Vorzug gegenüber einem 5-Jahrezeitraum gegeben. Dieses Vorgehen steht im Einklang mit dem Stichtagsprinzip und der Rechtsprechung und ist daher nicht zu beanstanden. Es berücksichtigt insbesondere auch die dynamische Entwicklung im Brokermarkt der letzten zwei Jahre.

Der Betafaktor wurde rechnerisch als mittlerer Wert der Peer Group Betas korrekt ermittelt, wobei sich Mittelwert und Median kaum unterscheiden. Es ergab sich ein mittlerer Betafaktor von abgerundet rd. 1,1.

Ich komme zu dem Ergebnis, dass der von der Bewertungsgutachterin ermittelte Betafaktor sachgerecht ermittelt wurde. Ergänzend ist festzustellen, dass vor Ausbruch der COVID-19-Pandemie (Stichtag 31.12.2019) im Durchschnitt noch höhere Betafaktoren für die Vergleichsunternehmen zu beobachten waren.

Ich stimme der Bewertungsgutachterin allerdings uneingeschränkt zu, dass das Risiko der w:oc durch das Peer Group Beta eher unterschätzt werden dürfte. Im Hinblick auf die Neuausrichtung des Geschäftsmodells auf das Produkt Smartbroker als Neobroker ist quasi von einer Start-Up-Situation auszugehen, wogegen die Vergleichsunternehmen über etablierte Geschäftsmodelle verfügen. Im Vergleich zu den börsennotierten – und auch anderen – Wettbewerbern muss die w:oc derzeit ferner noch diverse Nachteile kompensieren, u.a. die Entwicklung einer benutzerfreundlichen Smartphone-App.

Ich verweise ergänzend auf die Ausführungen zum Wettbewerbsumfeld und zur Analyse der Planung in den Abschnitten 4.3 und 4.5.

Im Ergebnis wäre nach meiner Einschätzung auch der Ansatz eines höheren Betafaktors als 1,1 vertretbar.

5.4 Wachstumsabschlag

Ist davon auszugehen, dass das zu bewertende Unternehmen in der Lage ist, seine Ergebnisse in der Zeit nach der Detailplanungsphase nachhaltig zu steigern, kann das Ergebniswachstum finanzmathematisch durch einen Abschlag vom Kapitalisierungszins erfasst werden.

Der Wachstumsabschlag soll ein im langfristigen Durchschnitt erwartetes Gewinnwachstum des Unternehmens abbilden. Vereinfacht formuliert handelt es sich um einen hinsichtlich der Konjunkturzyklen geglätteten Wachstumstrend. Das nachhaltige Gewinnwachstum wird sowohl durch langfristige Mengen- und Strukturveränderungen (Absatzausweitungen oder -rückgänge, Kosteneinsparungen etc.) als auch durch Preissteigerungen bestimmt. Die erwartete Geldentwertungsrate ist daher nach herrschender Auffassung nur eine Komponente und ein erster Anhaltspunkt für die Ableitung des Wachstumsabschlags. Unternehmensgewinne ändern sich im Zeitablauf allerdings nicht zwangsläufig mit der allgemeinen Geldentwertungsrate, sondern unterliegen abhängig vom Geschäftsmodell spezifischen Preisänderungen. Es ist dabei völlig offen, wie sich ein Unternehmen an damit einhergehende steigende Kosten anpasst oder ob der Markt eine Anpassung zulässt.

Eine jährliche Gewinnsteigerung in Höhe der Geldentwertungsrate kann deshalb regelmäßig nicht angenommen werden und ist auch empirisch nicht belegt. In der Regel liegen die Wachstumsabschläge daher in der Praxis zwischen 0,5 % und 2,0 %-Punkten. Diese Bandbreite wird auch in der Rechtsprechung regelmäßig bestätigt.

Im vorliegenden Fall hat die Bewertungsgutachterin ein jährliches Wachstum des nachhaltigen Ergebnisses von 1,0 % p.a. angenommen. Der Kapitalisierungszinssatz ab dem Jahr 2030 wurde daher um 1,0 %-Punkte gekürzt. Dieser Abschlag liegt nach meinen Feststellungen innerhalb einer als angemessen zu beurteilenden Bandbreite. Im vorliegenden Fall ist vor allem zu beachten, dass sich das Unternehmen in einem stark umkämpften Markt bewegt und der Wettbewerb vor allem über den Preis geführt wird. Es kann daher nicht davon ausgegangen werden, dass die Gesellschaft Preissteigerungen auf der Kostenseite 1:1 an die Kunden weitergeben kann.

5.5 Zusammenfassende Darstellung der Diskontierungssätze

In der folgenden Übersicht fasse ich die Ermittlung der Kapitalisierungszinssätze zusammen:

Kapitalisierungszins	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030 ff.
Basiszins vor ESt	0,100%	0,100%	0,100%	0,100%	0,100%	0,100%	0,100%	0,100%	0,100%
pers. Ertragsteuer	-0,026%	-0,026%	-0,026%	-0,026%	-0,026%	-0,026%	-0,026%	-0,026%	-0,026%
Basiszins nach ESt	0,074%	0,074%	0,074%	0,074%	0,074%	0,074%	0,074%	0,074%	0,074%
Risikozuschlag	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%
Marktrisikoprämie	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Betafaktor	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Wachstumsabschlag									-1,00%
	6,674%	6,674%	6,674%	6,674%	6,674%	6,674%	6,674%	6,674%	5,674%

6. Ableitung des Ertragswerts

Die Ableitung des Ertragswerts aus den vorstehend geschilderten Daten habe ich rechnerisch nachvollzogen und für sachgerecht erachtet. Der Ertragswert der w:oc wurde zunächst auf den so genannten technischen Bewertungsstichtag 01.01.2022 ermittelt und sodann zutreffend auf den Bewertungsstichtag 26.01.2022 mit dem Kapitalisierungszinssatz von rd. 6,67 % aufgezinst. Die Wertermittlung wird nachfolgend anhand meines Bewertungsmodells dargestellt. Aufgrund von Rundungsdifferenzen ergeben sich wiederum geringfügige Abweichungen zu den Berechnungen der Bewertungsgutachterin.

wallstreet:online capital AG	ab								
Ertragswertermittlung (T€)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Jahresüberschuss	-3.813	-4.029	-3.028	5	509	810	1.091	1.344	5.729
Auf- / Abbau handelsrechtl. Verlustvortrag	3.813	4.029	3.028	0	0	0	0	0	0
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	0	0	0	5	509	810	1.091	1.344	5.729
- Thesaurierung zur Wachstumsfinanzierung									-151
Überschuss vor pers. Ertragsteuern	0	0	0	5	509	810	1.091	1.344	5.578
Ausschüttung	0	0	0	2	234	373	502	618	2.566
Abgeltungsteuer auf Ausschüttung	0	0	0	-1	-62	-98	-132	-163	-677
fiktive Zurechnung aus Thesaurierung	0	0	0	3	275	437	589	726	3.012
Kursgewinnsteuer auf fiktive Thesaurierung	0	0	0	0	-36	-58	-78	-96	-397
Nettoausschüttungen	0	0	0	4	411	654	881	1.085	4.504
Kapitalisierungszins	6,674%	6,674%	6,674%	6,674%	6,674%	6,674%	6,674%	6,674%	5,674%
Barwertfaktor	0,9374	0,8788	0,8238	0,7723	0,7239	0,6787	0,6362	0,5964	10,5111
Diskontierter Überschuss	0	0	0	3	298	444	560	647	47.342
Ertragswert zum 01.01.2022	49.294								
Sonderwerte (Abschnitt 7)	-17.857								
Unternehmenswert zum 01.01.2022	31.437								
Aufzinsungsfaktor	1,005								
Unternehmenswert zum 26.01.2022	31.594								

Der Ertragswert zum 01.01.2022 weicht deshalb von den Berechnungen der Bewertungsgutachterin ab, weil ich die noch anstehenden Kapitalmaßnahmen, die nicht das Ergebnis aus dem operativen Geschäftsbetrieb betreffen, als Sonderwerte darstelle, wie nachfolgend erläutert wird.

7. Sonderwerte

Ich habe – ohne Auswirkung auf den Unternehmenswert – zwei Sachverhalte als Sonderwerte dargestellt, die bei der Bewertungsgutachterin im Rahmen der Ableitung des Ertragswerts erfasst werden.

Anfang 2022 sind weitere Eigenmittel in einer Größenordnung von rd. 19,1 Mio. € zuzuführen, um insbesondere die aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen gemäß Art. 11 ff. IFR zu erfüllen. Dieser Betrag wurde von der VALNES als mindestens erforderliche Mittelzuführung im Rahmen des integrierten Bewertungsmodells abgeleitet. Relevant sind für die w:oc die Anforderungen gemäß Art. 13 IFR, wonach mindestens Eigenmittel in Höhe eines Viertels der fixen Gemeinkosten des Vorjahres vorzuhalten sind. Auf Basis der Unternehmensplanung ist daher nach meinen Feststellungen zutreffend eine weitere Eigenmittelzufuhr von rd. 19,1 Mio. € ermittelt worden, die als Kapitaleinzahlung vom Ertragswert (Barwert der Ausschüttungen) in Abzug zu bringen ist.

Am Ende des Planungszeitraums sind nach den Berechnungen der VALNES dann Eigenmittel vorhanden, die die erforderlichen Eigenmittel um rd. 2,2 Mio. € übersteigen. Es wurde daher zugunsten der Aktionäre eine Auskehrung der zu diesem Zeitpunkt geplanten überschüssigen Mittel unterstellt. Rein rechnerisch hat die Bewertungsgutachterin dies über eine Annuität im nachhaltigen Ergebnis erfasst. Ich erfasse diesen Betrag – wie auch die Eigenmittelzufuhr zu Beginn des Planungszeitraums – als Sonderwert, wobei eine Abzinsung auf den 01.01.2022 erfolgt.

Ferner wird die Beteiligung von 33,3 % am GF Global Funds SICAV mit Sitz in Liechtenstein, einer Investmentgesellschaft nach liechtensteinischem Recht, als Sonderwert erfasst. Diese Gesellschaft verfügt über ein Aktienkapital von 60.000 € (600 Namensaktien im Nennbetrag von je 100,00 €). Die w:oc hat davon 200 Aktien im Jahr 2019 erworben. Sie ist nur am Aktienkapital beteiligt und hält keine Anteile an dem Investmentfonds, den diese Gesellschaft aufgelegt hat. Die Aktien werden nach meinen Feststellungen zutreffend mit den Anschaffungskosten angesetzt, da die Gesellschaft aus der Fondsverwaltung derzeit Verluste erzielt.

8. Unternehmenswert und Wert je Aktie

Den Unternehmenswert zum 26.01.2022 habe ich nach den vorstehenden Ausführungen wie folgt abgeleitet:

wallstreet:online capital AG	
Unternehmenswert (T€)	T€
Ertragswert des operativen Geschäfts zum 01.01.2022	49.294
Sonderwerte	
Zuführung weiterer Eigenmittel	-19.100
Werteffekt aus Kapitalherabsetzung 2030	1.223
Anteil GF Global Funds SICAV	20
Unternehmenswert zum 01.01.2022	31.437
Aufzinsungsfaktor	1,005
Unternehmenswert zum 26.01.2022	31.594
Gesamtzahl der Aktien	665.435
Wert je Aktie (€)	47,48

Danach ergibt sich zum maßgeblichen Bewertungsstichtag ein Unternehmenswert von rd. 31,6 Mio. € und bezogen auf die Anzahl der Aktien von derzeit 665.435 Stückaktien ein **Unternehmenswert je Aktie** in Höhe von **47,48 €**.

9. Plausibilisierung des Unternehmenswerts anhand von Multiplikatoren

Die Bewertungsgutachterin hat zu Recht auf eine Plausibilisierung des Unternehmenswerts anhand von Multiplikatoren verzichtet.

Aufgrund der derzeit und in den kommenden Jahren noch anfallenden Verluste der w:oc können Ergebnismultiplikatoren auf der Basis des Jahresergebnisses, EBIT oder EBITDA nicht sinnvoll angewendet werden und wurden nicht ermittelt.

Auch Umsatzmultiplikatoren scheiden meines Erachtens zu Recht aus, weil auch hier regelmäßig nur Unternehmen mit einer vergleichbaren Ertrags- und Finanzlage (Cash-flow-Potential) herangezogen werden sollten, um sinnvolle Ergebnisse zu erhalten.

Ergänzend könnten nicht-finanzielle Bezugsgrößen herangezogen werden, z.B. die Zahl der Kunden. Auch dieses Vorgehen erscheint angesichts der sehr unterschiedlichen Geschäftsmodelle und Leistungsspektren der Vergleichsunternehmen allerdings wenig sinnvoll.

Sämtliche Unternehmen der Peer Group verfügen im Übrigen über ein langjährig etabliertes Geschäftsmodell und sind mit der w:oc kaum vergleichbar, weil hier derzeit das Geschäftsmodell umfassend neu ausgerichtet wird und damit letztlich eine Start-up-Situation gegeben ist.

III. Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung

Der aus dem Ertragswert abgeleitete Wert je Aktie beträgt 47,48 €. Dieser Wert entspricht dem vollen inneren Wert der Aktie. Eine Abfindung in dieser Höhe wäre daher angemessen im Sinne des Aktiengesetzes.

Die von der Hauptaktionärin festgesetzte Abfindung in Höhe von 47,48 € je Aktie entspricht dem vollen inneren Wert der Aktie und ist daher angemessen.

D. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der Barabfindung

Als gerichtlich bestellter Prüfer habe ich die Angemessenheit der von der wallstreet:online AG, Berlin, als Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der wallstreet:online capital AG, Berlin, geprüft.

Ich erteile die abschließende Erklärung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 AktG wie folgt:

„Nach meinen Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der wallstreet:online capital AG, Berlin, in Höhe von 47,48 € je Stückaktie angemessen.“

Ich erstatte diesen Bericht auf Grundlage der mir vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte sowie meiner sorgfältigen Untersuchungen unter Beachtung der Berufsgrundsätze, die insbesondere in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüferordnung niedergelegt sind.

Frankfurt am Main, den 10. Dezember 2021

V. Hülsmeier

Wirtschaftsprüfer ♦ Steuerberater

Von der Industrie- und Handelskammer Frankfurt am Main

öffentlich bestellter und vereidigter Sachverständiger für Unternehmensbewertung



ANLAGE

Landgericht Berlin

Az.: 102 AR 10/21 AktG



Beschluss

In dem Verfahren

nach § 327c Abs. 2 Satz 2 und Satz 3 AktG

Beteiligte:

1) wallstreet:online capital AG,
vertreten durch d. Vorstand
Michaelkirchstraße 17/18, 10179 Berlin,

2) wallstreet:online AG,
vertreten durch d. Vorstand
Seydelstraße 18, 10117 Berlin

- Antragstellerin -

Verfahrensbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Morrison & Foerster LLP**, Potsdamer Platz 1, 10785 Berlin

hat das Landgericht Berlin - Kammer für Handelssachen 102 - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Pade als Einzelrichter am 17.09.2021 beschlossen:

Auf den Antrag der Antragstellerin vom 8. September 2021 wird

Dipl.-Kfm. WP/StB Volker Hülsmeier, c/o Brender & Hülsmeier Partnerschaft mbB, Leerbachstraße 14, 60322 Frankfurt am Main,

zum Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung bei dem vorgesehenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Beteiligten zu 1) bestellt.

Der Wirtschaftsprüfer erfüllt nach der dem Gericht gegenüber abgegebenen Erklärung vom 6. September 2021 die Bedingungen des § 327 c Abs. 2 AktG und ist insbesondere nicht nach § 319 Abs. 2 und 3 HGB von der Prüfertätigkeit ausgeschlossen.

Für die Erstellung des Prüfberichts ist insbesondere Folgendes zu beachten:

A) Der Prüfbericht soll zu den wesentlichen Fragestellungen eigene Feststellungen enthalten.

Sofern eine Parallelprüfung stattfindet ist darzustellen, in welchen Punkten divergierende Auffassungen des sachverständigen Prüfers zu denen der Ersteller des Berichtes der Hauptaktionärin bestanden. Sofern das von der Hauptaktionärin etwa beauftragte Wirtschaftsprüfungsunternehmen sich nicht der Auffassung des sachverständigen Prüfers angeschlossen hat, ist auszuführen, weshalb die Auffassung des sachverständigen Prüfers vorzugswürdig ist.

B) Aufzuführen ist weiter, aus welchen Quellen der sachverständige Prüfer die für die Bemessung des Ertragswerts benutzten Parameter (Basiszins, Wachstumsabschlag, Überrenditen, Beta-Faktor, gegebenenfalls Zusammensetzung einer „Peer-Group“) abgeleitet hat.

C) Sofern Vergangenheitsergebnisse um bestimmte außergewöhnliche Aufwendungen und Erträge bereinigt werden, sind diese explizit aufzuführen und es ist zu begründen, warum dies geschehen ist. Außerdem ist darzustellen, aus welchen Quellen die der Bewertung zugrunde gelegten Unternehmensplanungen übernommen wurden.

Dem sachverständigen Prüfer wird aufgegeben, ein Exemplar seines Prüfberichtes für das Gericht zu den Akten zu reichen. Sofern er sich bei der Berechnung des Unternehmenswertes eines Rechenprogramms bedient hat, ist die Datei dem Prüfbericht auf einem gebräuchlichen Datenträger (CD-ROM oder USB-Stick) beizufügen.

Ansprüche, die auf Gebühren- und/oder Auslagenerstattung gegen das Land Berlin gerichtet sind, kann die Prüferin aus der Bestellung nicht herleiten.

Die Antragstellerin hat die Kosten dieses Bestellungsverfahrens nach einem Verfahrenswert von 20.000,00 € zu tragen.

Pade
Vorsitzender Richter am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
Berlin, 17.09.2021

Pelz, JBesch
Urkundsbeamter der Geschäftsstelle
Durch maschinelle Bearbeitung beglaubigt
- ohne Unterschrift gültig