

capsensixx AG

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der
Barabfindung für die beabsichtigte Übertragung der
Aktien der Minderheitsaktionäre auf die

PEH Wertpapier AG,
Frankfurt am Main

zum 18. Juni 2026

7. Mai 2026

Inhalt

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung	1
2.	Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung	4
3.	Angaben zur Ermittlung der Barabfindung	5
3.1.	Methode zur Ermittlung der Barabfindung	5
3.2.	Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung	5
3.2.1.	Ertragswert und Discounted Cash-Flow	6
3.2.2.	Liquidationswert und Substanzwert	6
3.2.3.	Vergleichsorientierte Bewertung	7
3.2.4.	Vorerwerbe	7
3.2.5.	Börsenkursbasierte Kompensation	7
3.2.6.	Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung	8
3.3.	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	9
4.	Prüfungsfeststellungen im Einzelnen	10
4.1.	Bewertungsobjekt	10
4.1.1.	Rechtliche Verhältnisse	10
4.1.2.	Wirtschaftliche Verhältnisse	12
4.1.3.	Steuerliche Verhältnisse	12
4.2.	Bewertungskonzeption	12
4.2.1.	Bewertungsstichtag	12
4.2.2.	Bewertungsverfahren	13
4.2.3.	Börsenkursbasierte Kompensation	13
4.3.	Planungsanalyse	13
4.3.1.	Planungsprozess	14
4.3.2.	Planung der Capsensixx AG	14
4.3.3.	Planung des Segments Fondsverwaltung	21
4.3.4.	Planung des Segments Verbriefung	33
4.4.	Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoausschüttungen	42
4.5.	Kapitalisierungszinssatz	45
4.5.1.	Basiszinssatz	45
4.5.2.	Risikozuschlag	46
4.5.3.	Wachstumsabschlag	49
4.5.4.	Gesamtheitliche Betrachtung des Kapitalisierungszinssatz	49

4.6.	Unternehmenswert inkl. Sonderwerte	51
4.6.1.	Capsensixx AG	51
4.6.2.	Segment Fondsverwaltung	52
4.6.3.	Segment Verbriefung	53
4.6.4.	Unternehmenswert je Aktie der capsensixx	54
4.6.5.	Synergien	54
4.7.	Plausibilisierung des Unternehmenswerts	55
4.7.1.	Trading Multiplikatoren	55
4.7.2.	Transaktions Multiplikatoren	55
4.7.3.	Vorerwerbe	56
4.8.	Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung	56
4.9.	Von der PEH festgelegte Barabfindung	58
5.	Abschließende Erklärung	59

Anlagen

Anlagenverzeichnis

- Anlage 1 Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 05.03.2026 zur Bestellung der Grant Thornton AG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293c Abs. 1 AktG zum sachverständigen Prüfer für die Angemessenheit einer zu gewährenden Barabfindung an die Aktionäre der capsensixx AG mit Sitz in Frankfurt am Main und zum gemeinsamen Verschmelzungsprüfer
- Anlage 2 Entwurf des Übertragungsbeschlusses
- Anlage 3 Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024

Die in diesem Bericht dargestellten Berechnungen wurden mit mehreren Nachkommastellen gerechnet, auch wenn sie zur besseren Übersichtlichkeit gerundet dargestellt sind. Aus diesem Grund kann die Addition der Tabellenwerte zu Abweichungen bei den ausgewiesenen Zwischen- oder Gesamtsummen führen.

Abkürzungsverzeichnis

A	Actual (Ist-Zahlen)
Abs.	Absatz
adj.	adjustiert
AG	Aktiengesellschaft
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive (Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds)
AktE	aktienrechtliche Entscheidung
AktG	Aktiengesetz
ARAP	Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten
Art.	Artikel
AuA	Assets under Administration
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
bps	Basispunkte
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
capsensixx	capsensixx AG inkl. Tochtergesellschaften
CPX	capsensixx
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
Dr.	Doktor
e. V.	eingetragener Verein
EBIT	Earnings before Interest and Taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation (Ergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern)
EBT	Earnings before Taxes (Ergebnis vor Steuern)
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
ESt	Einkommensteuer
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
EY	EY-Parthenon GmbH, WPG
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
ff.	fortfolgend(e)

FTE	Full-time Equivalent (Vollzeitäquivalent)
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung, Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch, Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister Abteilung B
i. d. F.	in der Fassung
i. H. v.	in Höhe von
i. V. m.	in Verbindung mit
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IFRS	International Financial Reporting Standards
Inc.	Incorporated
inkl.	inklusive
insb.	insbesondere
InvAG	Investmentaktiengesellschaft
IT	Informationstechnologie
IWF	Internationaler Währungsfonds
KPI	Key Performance Indicator
KStG	Körperschaftsteuergesetz
lt.	laut
LuL	Lieferungen und Leistungen
Lux GAAP	luxemburgischer Rechnungslegungsstandard
MDAX	Mid-Cap-DAX
Mio.	Millionen
MSCI	Morgan Stanley Capital International
n/a	not available
OLG	Oberlandesgericht
P	Plan
p. a.	per anno
PEH	PEH Wertpapier AG
PRAP	Passiver Rechnungsabgrenzungsposten
Prof.	Professor
rd.	rund
Rz.	Randziffer
S	Standard
S&P	Standard & Poor's
S.A.	Société anonyme (Aktiengesellschaft)
sbE	sonstiger betrieblicher Ertrag

sog.	sogenannte(r)
T	Tausend
TV	Terminal Value
Tz.	Textziffer
UG	Unternehmergeellschaft
UmwG	Umwandlungsgesetz
vgl.	vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WPG	Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
WpÜG-AngebotsVO	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots
yoy	year-over-year
zzgl.	zuzüglich

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Organigramm der capsensixx	11
Abbildung 2: Benchmarking der EBIT-Marge des Segments Fondsverwaltung	31
Abbildung 3: Benchmarking der EBIT-Marge des Segments Verbriefung	40
Abbildung 4: Kursentwicklung der capsensixx-Aktie	57

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Bilanz der capsensixx AG der Jahre 2023 – 2025 (Einzelabschluss) gemäß HGB.....	14
Tabelle 2: Gewinn- und Verlustrechnung der capsensixx AG der Jahre 2023 – 2025 (Einzelabschluss) gemäß HGB	15
Tabelle 3: Bereinigung der historischen Ertragslage der capsensixx AG	17
Tabelle 4: Plan-Ist-Vergleich für die Geschäftsjahre 2023 – 2025.....	17
Tabelle 5: Angepasste Unternehmensplanung der capsensixx AG.....	18
Tabelle 6: Plan-Gewinn- und Verlustrechnung für die capsensixx AG inkl. nachhaltigem Ergebnis	20
Tabelle 7: Summenbilanz des Segments Fondsverwaltung der Jahre 2023 – 2025 gemäß luxemburgischem Rechnungslegungsstandard.....	21
Tabelle 8: Gewinn- und Verlustrechnung des Segments Fondsverwaltung der Jahre 2023 – 2025 gemäß luxemburgischem Rechnungslegungsstandard.....	23
Tabelle 9: Bereinigung der historischen Ertragslage des Segments Fondsverwaltung.....	24
Tabelle 10: Plan-Ist-Vergleich des Segments Fondsverwaltung für das Geschäftsjahr 2023	25
Tabelle 11: Plan-Ist-Vergleich des Segments Fondsverwaltung für die Geschäftsjahre 2024 – 2025	25
Tabelle 12: Vergleich der Mehrjahresplanungen 2024 und 2025	26
Tabelle 13: Angepasste Unternehmensplanung des Segments Fondsverwaltung	27
Tabelle 14: Plan-Gewinn- und Verlustrechnung für das Segment Fondsverwaltung inkl. nachhaltigem Ergebnis	32
Tabelle 15: Summenbilanz des Segments Verbriefung der Jahre 2023 – 2025.....	33
Tabelle 16: Gewinn- und Verlustrechnung des Segments Verbriefung der Jahre 2023 – 2025.....	35
Tabelle 17: Bereinigung der historischen Ertragslage des Segments Verbriefung.....	36
Tabelle 18: Plan-Ist-Vergleich des Segments Verbriefung für die Geschäftsjahre 2023 – 2025.....	37
Tabelle 19: Vergleich der Mehrjahresplanungen 2024 und 2025	37
Tabelle 20: Unternehmensplanung des Segments Verbriefung	38
Tabelle 21: Plan-Gewinn- und Verlustrechnung für das Segment Verbriefung inkl. nachhaltigem Ergebnis.....	42
Tabelle 22: Ableitung der Nettoausschüttungen – capsensixx AG	43
Tabelle 23: Ableitung der Nettoausschüttungen – Segment Fondsverwaltung	44
Tabelle 24: Ableitung der Nettoausschüttungen – Segment Verbriefung	44
Tabelle 25: Unverschuldete Betafaktoren zum 01.05.2026	48
Tabelle 26: Kapitalisierungszinssatz	50
Tabelle 27: Ertragswertableitung – capsensixx AG	51
Tabelle 28: Ertragswertableitung – Segment Fondsverwaltung.....	52
Tabelle 29: Ertragswertableitung – Segment Verbriefung	53
Tabelle 30: Wert je Aktie der capsensixx	54
Tabelle 31: Vorerwerbe im Rahmen des Aktienrückkaufprogramms.....	56

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

1 Die

PEH Wertpapier AG,
Frankfurt am Main,
(nachfolgend auch „PEH“)

als Hauptaktionärin der

capsensixx AG,
Frankfurt am Main,
(nachfolgend auch „capsensixx oder Gesellschaft“)

2 beabsichtigt, die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der capsensixx gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 62 Abs. 1 und 5 UmwG i. V. m. § 327a AktG herbeizuführen (sog. verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out). Die Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der capsensixx soll auf der ordentlichen Hauptversammlung der capsensixx am 18.06.2026 erfolgen. In dem Entwurf des Übertragungsbeschlusses hat die Hauptaktionärin eine Barabfindung in Höhe von 20,23 € je Aktie der capsensixx festgelegt.

3 Das Landgericht Frankfurt am Main hat uns mit Beschluss vom 05.03.2026 zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung gemäß §§ 327c Abs. 2, 293c Abs. 1 AktG bestellt (vgl. Anlage 1).

4 Die PEH und die capsensixx planen, einen Verschmelzungsvertrag zu schließen, durch den die capsensixx ihr Vermögen als Ganzes ohne Abwicklung nach §§ 2 Nr. 1, 60 ff. UmwG auf die PEH überträgt. Der Entwurf des Verschmelzungsvertrags enthält die Angabe, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre der capsensixx erfolgen soll. Im Entwurf des Verschmelzungsvertrags ist vorgesehen, dass die Wirksamkeit des Verschmelzungsvertrags unter die aufschiebende Bedingung gestellt wird, dass ein Beschluss der Hauptversammlung der capsensixx nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG i. V. m. § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der capsensixx auf die PEH als Hauptaktionärin in das Handelsregister des Sitzes der capsensixx eingetragen wird.

5 Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der Barabfindung, die im Übertragungsbericht der PEH als Hauptaktionärin begründet und erläutert wird. Die Festlegung der Höhe der Barabfindung erfolgte durch die PEH auf der Grundlage eines Gutachtens zum Unternehmenswert der capsensixx und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung der EY-Parthenon GmbH, WPG (im Folgenden „EY“ oder „Bewertungsgutachter“).

6 Für unsere Prüfung standen uns insbesondere nachfolgende Unterlagen zur Verfügung:

- Entwurf des Übertragungsbeschlusses (vgl. Anlage 2);
- Bericht der PEH über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der capsensixx auf die PEH sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG („Übertragungsbericht“) vom 07.05.2026;
- Gutachten von EY vom 07.05.2026 zur Ermittlung des Unternehmenswerts der capsensixx AG, Frankfurt am Main und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 S. 1 UmwG i. V. m. §§ 327a ff. AktG zum 18. Juni 2026 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung;

- Planungsrechnung der capsensixx AG sowie der Segmente Fondsverwaltung und Verbriefung für die Jahre 2026 bis 2028;
 - Prüfungsberichte über den Konzernabschluss sowie Konzernlagebericht nach International Financial Reporting Standards (IFRS) für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025;
 - Prüfungsbericht über den Einzelabschluss der capsensixx AG nach deutschen Rechnungslegungsstandard (HGB) für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025;
 - Jahresabschlüsse der Oaklet GmbH nach deutschen Rechnungslegungsstandard (HGB) sowie der Axxion S.A., Oaklet S.A., IT4Funds S.A. und der navAXX S.A. nach luxemburgischen Rechnungslegungsstandard (Lux GAAP) für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025;
 - Handelsregisterauszug der capsensixx (Stand 04.05.2026);
 - Satzung der capsensixx (zuletzt geändert 30.10.2025).
- 7 Darüber hinaus haben wir auf öffentlich zugängliche Informationen sowie Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.
- 8 Das Gutachten von EY und der Übertragungsbericht der PEH haben uns vor ihrer Fertigstellung bereits als Entwürfe vorgelegen.
- 9 Alle erbetenen Auskünfte und Nachweise sind uns erteilt worden. Der Vorstand der PEH und der capsensixx haben uns gegenüber jeweils eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass die uns jeweils vorgelegten Unterlagen sowie die gegebenen Erläuterungen und Auskünfte vollständig und richtig sind.
- 10 Bei unserer Prüfung haben wir die Stellungnahme des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V., Düsseldorf, IDW-Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen vom 11.02.2026 (im Folgenden „IDW S 1 i. d. F. 2026“) beachtet.
- 11 Wir haben unsere Prüfung nach unserer gerichtlichen Bestellung aufgenommen und bis zum Unterschriftsdatum dieses Berichts insbesondere in unseren Büroräumen durchgeführt. Die als Bewertungsbasis dienende Planungsrechnung der Gesellschaft sowie Arbeitspapiere des Bewertungsgutachters haben wir erhalten. Diese haben wir in Gesprächen mit der Gesellschaft sowie mit dem Bewertungsgutachter erörtert und auf ihre Plausibilität hin überprüft.
- 12 Unsere Prüfung erfolgte zeitlich parallel zu den Arbeiten des Bewertungsgutachters. Dabei haben wir die Prüfungshandlungen jeweils unmittelbar nach Fertigstellung und Vorlage von Teilergebnissen durch den Bewertungsgutachter vorgenommen. Unser Prüfungsurteil haben wir unabhängig und eigenverantwortlich gefällt. Einzelne Punkte wurden im Verlauf der Prüfung eingehend diskutiert.
- 13 Bei der Durchführung der Prüfungsarbeiten wurden wir, d. h. die verantwortlichen Wirtschaftsprüfer Herr Prof. Dr. Martin Jonas und Herr David Bertsch, vor allem durch Frau Annika Söffker, Herrn Dr. Matthias Wesser sowie Frau Sarah Römer unterstützt.
- 14 Mit diesem Bericht fassen wir das Ergebnis unserer Prüfung zusammen und legen dar, auf Grundlage welcher einzelnen Prüfungshandlungen, Analysen und Überlegungen wir zu unserem Prüfungsergebnis gekommen sind.
- 15 Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der ordentlichen Hauptversammlung der capsensixx am 18.06.2026 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf die Bemessung der Barabfindung auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.

- 16 Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Konzern- bzw. Jahresabschlüsse oder der Geschäftsführung der capsensixx vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind nicht Gegenstand unserer Prüfung der Barabfindung. Die Übereinstimmung der Abschlüsse der capsensixx und ihrer Tochtergesellschaften mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften ist für die Stichtage 31.12.2023, 31.12.2024 und 31.12.2025 (Einzel- und Konzernabschluss) vom jeweiligen Abschlussprüfer uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahresabschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir insofern von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.
- 17 Für die Durchführung unseres Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage 3 beigefügten „Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2024“ maßgebend. Unsere Haftung bestimmt sich nach Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen. Im Verhältnis zu Dritten sind Nr. 1 Abs. 2 und Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen maßgebend. Bei einer Verwendung unseres Berichts für andere als dem Auftrag zugrunde liegende Zwecke ist dafür Sorge zu tragen, dass auch in diesen Fällen die vorgenannten Allgemeinen Auftragsbedingungen Anwendung finden.

2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung

- 18 Gegenstand unserer Prüfung ist nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung. Dementsprechend ist der Prüfungsbericht gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i. V. m. § 293e AktG mit einer Erklärung abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Dabei ist im Prüfungsbericht anzugeben,
- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist,
 - aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist,
 - welche Barabfindung 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 festgelegten Barabfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung des Unternehmens aufgetreten sind.
- 19 Die Angemessenheit der Barabfindung lässt sich grundsätzlich aufgrund einer Überprüfung der Unternehmensbewertung der capsensixx beurteilen, die die Grundlage für die Ableitung der Barabfindung darstellt. Der Prüfer hat daher die der Barabfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und der inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Bewertung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die wertrelevanten Parameter fachgerecht abgeleitet sind und die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen. Sofern für die Bewertung Börsenkurse herangezogen werden, ist die Ableitung des Börsenkurses sowie die Angemessenheit zu beurteilen.
- 20 Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin der beschlussfassenden Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung des Aktienbesitzes der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden. Dieser Bericht ist nicht Gegenstand unserer Prüfung. Es gehört auch nicht zu den Aufgaben des gesetzlichen Prüfers, die Zweckmäßigkeit oder das Vorliegen der Voraussetzungen der Übertragung zu beurteilen. Soweit der Übertragungsbericht jedoch die Höhe der Barabfindung erläutert und begründet, haben wir ihn als eine wichtige Unterlage zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung verwendet.

3. Angaben zur Ermittlung der Barabfindung

3.1. Methode zur Ermittlung der Barabfindung

- 21 Die Höhe der Barabfindung wird im Entwurf des Beschlusses über die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien auf die PEH wie folgt festgelegt:
- „Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der capsensixx AG (Minderheitsaktionäre) werden gemäß § 62 Abs. 5 Umwandlungsgesetz in Verbindung mit §§ 327a ff. Aktiengesetz gegen Gewährung einer von der PEH Wertpapier AG mit Sitz in Frankfurt am Main (Hauptaktionärin) zu gewährenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 20,23 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der capsensixx AG auf die Hauptaktionärin übertragen.“*
- 22 Wie im Übertragungsbericht ausgeführt wird, hat die PEH die Barabfindung auf 20,23 € pro Stückaktie der capsensixx festgelegt. Dies entspricht dem von EY als neutraler Bewertungsgutachter ermittelten dreimonatigen, volumengewichteten Durchschnittskurs vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme. Der auf Basis einer Unternehmensbewertung durch den Bewertungsgutachter EY ermittelte Wert je Stückaktie der capsensixx beträgt 18,39 € und liegt unterhalb des Dreimonatsdurchschnittskurs.
- 23 Die Festlegung der Barabfindung wird im Übertragungsbericht der Hauptaktionärin vom 07.05.2026 erläutert. In dem Übertragungsbericht macht sich die Hauptaktionärin das Gutachten von EY inhaltlich vollständig zu Eigen. Das Gutachten von EY ist in Anlage 7 des Übertragungsberichts vollständig wiedergegeben und bildet einen integralen Bestandteil des Übertragungsberichts. Sie enthält Erläuterungen und Begründungen der für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung angewandten Grundsätze und Methoden.

3.2. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung

- 24 Für die Ermittlung des Unternehmenswerts als Grundlage der Festlegung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG stehen grundsätzlich die nachfolgend dargestellten Bewertungsmethoden zur Verfügung.
- 25 Der Bewertungsgutachter ermittelt in seinem Gutachten zum Bewertungsstichtag auf Basis des Ertragswertverfahrens einen Unternehmenswert von 18,39 € je Aktie. Nach den Analysen des Bewertungsgutachters kommt dem Börsenkurs keine Bedeutung als Wertmaßstab im Sinne des IDW S 17 zu. Der Dreimonatsdurchschnittskurs wurde vom Bewertungsgutachter mit 20,23 € je Aktie ermittelt.
- 26 Die Hauptaktionärin hat die Höhe der Barabfindung in Höhe des vom Bewertungsgutachter ermittelten Dreimonatsdurchschnittskurs i. H. v. 20,23 € je Aktie festgelegt.
- 27 Nach unseren Feststellungen führt im vorliegenden Fall die Ermittlung der Abfindung auf Grundlage der objektivierten Unternehmensbewertung der capsensixx zu einem angemessenen Ergebnis. Dem Börsenkurs der capsensixx kommt weder eine Bedeutung als Wertmaßstab noch als Wertuntergrenze der angemessenen Abfindung zu. Eine oberhalb des Unternehmenswerts liegende Abfindung ist aus Sicht der Minderheitsaktionäre mindestens als angemessen zu beurteilen. Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf Abschnitt 4.

3.2.1. Ertragswert und Discounted Cash-Flow

- 28 Der Wert des Eigenkapitals eines erwerbswirtschaftlichen Unternehmens leitet sich aus den künftigen unsicheren Zahlungsströmen ab, die der Eigenkapitalgeber zu erwarten hat. Ein solcher Unternehmenswert kann als Barwert aller künftigen Einnahmen-Ausgaben-Überschüsse des Unternehmens berechnet werden. Die Grundzüge, wie solche zukunftsbezogenen Unternehmensbewertungen durchzuführen sind, sind in dem Bewertungsstandard IDW S 1 i. d. F. 2026 dargestellt.
- 29 Zur Ermittlung der angemessenen Abfindung wurde eine Ertragsbewertung nach IDW S 1 i. d. F. 2026 durchgeführt. Die in diesem Standard verankerten Grundsätze, insbesondere die Erläuterung der Ertragswertmethode, entsprechen der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur und Praxis der Unternehmensbewertung. Das Ertragswertverfahren ist auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt. Insoweit beurteilen wir das hier angewandte Ertragswertverfahren als grundsätzlich angemessen. Demnach ergibt sich der Unternehmenswert aus der risikoadäquaten Diskontierung künftiger erwarteter Nettozuflüsse der Anteilseigner aus dem Unternehmen.
- 30 Alternativ zu der Anwendung der Ertragswertmethode können im Rahmen dieses Bewertungsstandards Bewertungen grundsätzlich auch nach der Discounted Cash Flow (DCF)-Methode erfolgen. Nach der DCF-Methode in ihrer in der Praxis üblichen Form (sog. Brutto-, Entity-, Enterprise- oder WACC-Ansatz) wird zunächst ein Gesamtkapitalwert für das operative Geschäft ermittelt. Der Wert des Eigenkapitals wird aus dem Gesamtkapitalwert abgeleitet, indem die Nettofinanzschulden in Abzug gebracht werden.
- 31 Ertragswertmethode und DCF-Methode beruhen auf dem Kapitalwertkalkül und damit auf den gleichen konzeptionellen Grundlagen. Bei gleichen Prämissen kommen beide Methoden zu demselben Ergebnis. Die Darstellung einer alternativen Bewertung nach der DCF-Methode konnte daher entfallen.
- 32 In dem unter Verwendung der Ertragswertmethode berechneten Barwert der prognostizierten Zahlungsströme sind nur solche wertbildenden Faktoren vollständig erfasst, die durch laufende Zahlungsströme wertmäßig zutreffend abbildbar sind. Wertbildende Faktoren, die auf diese Weise gar nicht oder nur sehr unvollständig abgebildet werden können, sind gesondert zu bewerten. Insbesondere kann es sich dabei um nicht betriebsnotwendiges Vermögen handeln.
- 33 Wir erachten die Anwendung der Ertragswertmethode unter etwaiger Hinzufügung gesondert zu bewertender Vermögensgegenstände für angemessen, sofern nicht eine Bewertung anhand der im Folgenden dargestellten Methoden zu einer höheren Abfindung führt.

3.2.2. Liquidationswert und Substanzwert

- 34 Bei der Ertragswert- wie auch der DCF-Methode wird der Wert eines Unternehmens aus den diskontierten erwarteten Überschüssen des fortgeführten Unternehmens abgeleitet. Demgegenüber stellt der Liquidationswert den Zahlungsüberschuss aus der Liquidation dar. Der Substanzwert umfasst die Summe der Auszahlungen, die nötig wären, wenn das Unternehmen reproduziert werden sollte.
- 35 Der Bewertungsgutachter hat aufgrund der Fortführungsabsicht und einer überschlägigen Abschätzung des Liquidationswerts keine detaillierte Berechnung eines Liquidationswerts für die capsen-sixx vorgenommen. Im Rahmen der überschlägigen Abschätzung des Liquidationswerts ist der Bewertungsgutachter zu dem Ergebnis gekommen, dass mangels ausreichender stiller Reserven der zu erwartende Liquidationserlös nicht ausreicht, um den Wert des Eigenkapitals gemäß

Ertragswertverfahren zu übersteigen. Wir haben die überschlägige Abschätzung des Liquidationswerts durch EY nachvollzogen und uns davon überzeugt, dass ein Liquidationswert unter dem Unternehmenswert liegt. Dabei haben wir nachvollzogen, dass eine Liquidation im Sinne einer ordnungsmäßigen Abwicklung des operativen Geschäfts zu niedrigeren Werten führt als eine Unternehmensfortführung.

- 36 Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem so genannten Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat keinen selbständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung. Es ist somit angemessen, dass ein Substanzwert von dem Bewertungsgutachter nicht ermittelt wurde.

3.2.3. Vergleichsorientierte Bewertung

- 37 In der Unternehmensbewertungspraxis ist es üblich, indikative Unternehmenswerte oder Wertbandbreiten mittels Multiplikatoren zu bestimmen, die als branchenüblich angesehen werden.
- 38 Bei sorgfältiger Durchführung solcher Bewertungen ist zum einen eine Analyse der zurückliegenden und der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts erforderlich. Zum anderen müssen die Multiplikatoren aus einer Analyse der Bewertungen vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden. Derartige Multiplikatoren-Bewertungen stellen nur vereinfachte, pauschale Ertragsbewertungen dar. Daher ist ihnen in Einklang mit IDW S 1 i. d. F. 2026 Tz. 136 – 140 eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswertmethode bzw. DCF-Methode vorzuziehen (vgl. auch OLG Frankfurt, 15.02.2010, 5 W 52/09; OLG Düsseldorf, 06.09.2018, I-26 W 1/18 (AktE)).
- 39 Lediglich zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren hat der Bewertungsgutachter eine vergleichende Marktbewertung durchgeführt, siehe dazu Abschnitt 4.7.

3.2.4. Vorerwerbe

- 40 Eine mögliche Plausibilisierung der ermittelten Barabfindung ist der Vergleich mit den tatsächlich gezahlten Vorerwerbspreisen. Nach der überwiegenden Auffassung in der Rechtsprechung werden Vorerwerbe der Hauptaktionärin als nicht relevant für die festzulegende Abfindung qualifiziert.¹
- 41 Vor diesem Hintergrund haben wir die im Rahmen von Vorerwerben von der Hauptaktionärin gezahlten Preise ausschließlich zu Plausibilitätszwecken analysiert (siehe Abschnitt 4.7.3).

3.2.5. Börsenkursbasierte Kompensation

- 42 Nach der Rechtsprechung des BGH kann als Bewertungsmaßstab zur Ableitung des „wahren wirtschaftlichen Werts“ der Aktie der Börsenkurs im maßgeblichen Referenzzeitraum herangezogen werden, wenn die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewertet haben und sich die Marktbewertung im Börsenkurs niedergeschlagen hat.
- 43 Der IDW S 17 legt vor dem Hintergrund der in Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte die Grundsätze dar, nach denen der Wirtschaftsprüfer die Angemessenheit

¹ Vgl. EuGH, Urteil vom 15.10.2009 – C-101/08; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 17.12.2015 – I-26 W 22/14, OLG München, Beschluss vom 26.06.2018 – 31 Wx 382/15.

börsenkursbasierter Kompensationen mit Blick auf die Kompensation des vollen wirtschaftlichen Werts der Aktie beurteilt.

44 Zur Überprüfung, ob vom Börsenkurs in dem vorliegenden Einzelfall auf eine angemessene Kompensation geschlossen werden kann, nehmen wir in Abschnitt 4.2.3 Stellung.

3.2.6. Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung

45 Die Beurteilung, ob der Börsenkurs eine geeignete Abfindungsgrundlage darstellt, ist von der Frage der Relevanz des Börsenkurses als Wertuntergrenze zu trennen.

46 Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts² gebietet Art. 14 GG, dass der ausschließende Aktionär eine volle Entschädigung für seine gesellschaftliche Beteiligung erhält, die nicht unter dem Verkehrswert liegen darf. Damit ist grundsätzlich der Börsenkurs die Untergrenze der Barabfindung von Minderheitsaktionären bei Unternehmensverträgen und Eingliederungen. Gleichwohl kommt eine Unterschreitung des Börsenkurses verfassungsrechtlich dann in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Dies kommt nur dann in Betracht, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktengung der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien tatsächlich zum Börsenpreis zu verkaufen oder der Börsenpreis manipuliert worden ist.³

47 Nach der Rechtsprechung des BGH⁴ ist der einer angemessenen Barabfindung zugrunde zu liegende Börsenwert grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten inländischen Durchschnittskurses über drei Monate zu ermitteln („3-Monats-Börsendurchschnittskurs“). Das Enddatum dieses 3-Monats-Referenzzeitraums ist der Tag der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme, weil mit der Ankündigung einer Strukturmaßnahme an die Stelle der Markterwartung hinsichtlich der Entwicklung des Unternehmenswertes und damit des der Aktie innewohnenden Verkehrswertes die Markterwartung an die Abfindungshöhe tritt.⁵

48 Wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt, ist nach der Rechtsprechung des BGH der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen.⁶ Nicht geboten ist diese Hochrechnung also in Fällen, in denen die Maßnahme innerhalb eines normalen oder üblichen Zeitraums durchgeführt wurde. Als normal oder üblich kann dabei jedenfalls noch ein Zeitraum von sechs bis sieben Monaten angesehen werden.⁷

49 Zu der Überprüfung, ob die Rechtsprechung zur Relevanz des Börsenkurses bei der Festlegung der Barabfindung angemessen berücksichtigt wurde und in welchem Verhältnis Ertragswert und Börsenkurs zueinanderstehen, nehmen wir in Abschnitt 4.8 Stellung.

² Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94, „DAT/Altana“.

³ Vgl. BGH, Beschluss vom 12.03.2001 – II ZB 15/00.

⁴ Vgl. BGH, Beschluss vom 12.03.2001 – II ZB 15/00.

⁵ Vgl. BGH, Beschluss vom 19.07.2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“.

⁶ Vgl. BGH, Beschluss vom 19.07.2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“.

⁷ Vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011 – 20 W 2/07, mit Verweis auf Bungert, BB 2010, S. 2227, 2229; Bückler, NZG 2010, S. 967, 970; OLG Frankfurt, Beschluss vom 29.04.2011 – 21 W 13/11 mit Verweis auf Bungert/Wettich, BB 2010, S. 2227, 2229; Decher, ZIP 2010, S. 1673, 1676; Bückler, NZG 2010, S. 967, 970.

3.3. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

50 Auf Basis unserer Prüfung der Wertermittlung des Bewertungsgutachters und der dabei von uns vorgenommenen eigenen Bewertung sowie nach Durchsicht des Übertragungsberichts stellen wir fest, dass bei der Bewertung der capsensixx AG keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 327c Abs. 2 Satz 4 i. V. m. § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG aufgetreten sind.

4. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen

- 51 Von der Angemessenheit der konkreten Berechnungen und Ableitungen zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung haben wir uns wie folgt überzeugt:
- 52 Wir haben die Durchführung der Bewertung durch den Bewertungsgutachter in allen wesentlichen Schritten, insbesondere hinsichtlich der Ableitung der zukünftig erwarteten ausschüttbaren Ergebnisse, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes, der Kapitalisierung auf den Bewertungsstichtag sowie der Wertansätze für die Sonderwerte nachvollzogen und rechnerisch durch Abbildung in einem eigenen Bewertungsmodell überprüft. Unsere Prüfungshandlungen und -feststellungen stellen wir nachfolgend dar:

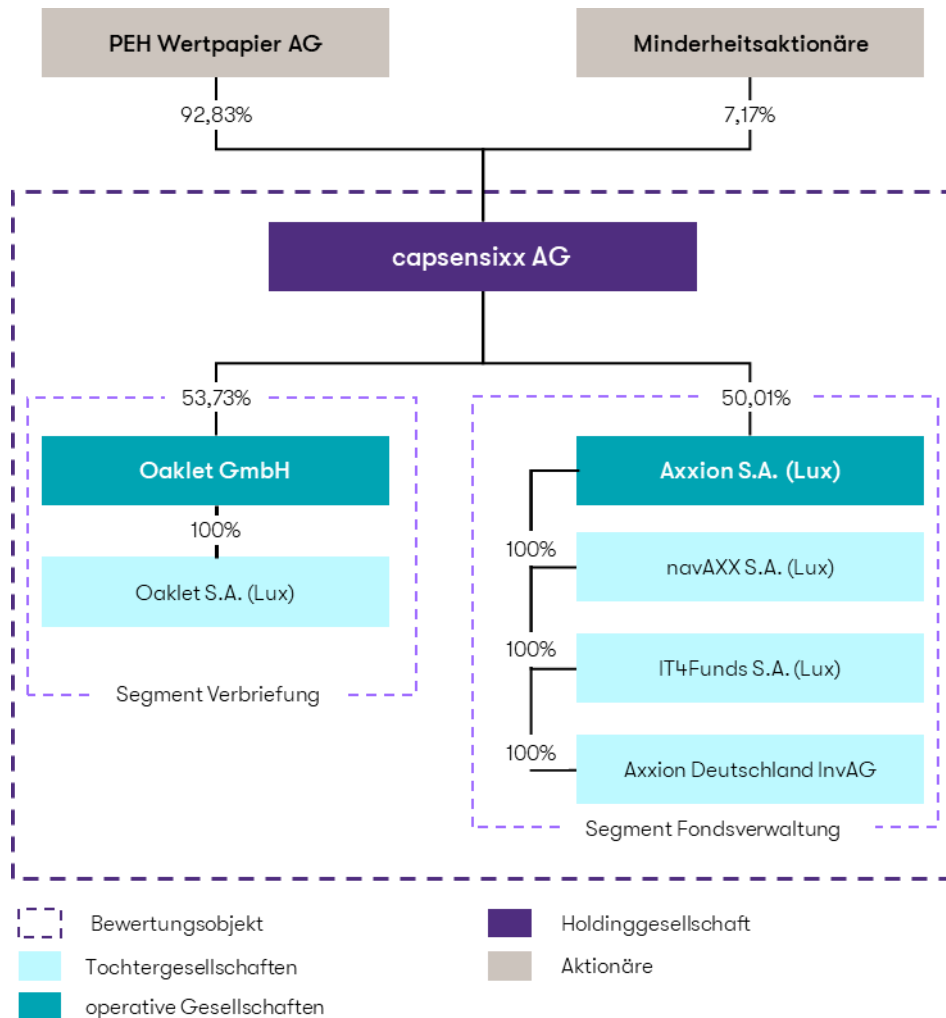
4.1. Bewertungsobjekt

4.1.1. Rechtliche Verhältnisse

4.1.1.1. Gesellschaft, Sitz der Gesellschaft Handelsregister

- 53 Bewertungsobjekt ist die capsensixx AG mit Sitz in Frankfurt am Main einschließlich ihrer Beteiligungen (im Folgenden „capsensixx“). Die capsensixx AG ist eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 110258. Das Geschäftsjahr ist das Kalenderjahr. Die Satzung der capsensixx ist gültig in der Fassung vom 31.10.2025.
- 54 Die PEH Wertpapier AG hält 92,83 % der Stimmrechte an der capsensixx AG. Die capsensixx AG ist zu 53,73 % an der Oaklet GmbH beteiligt, die zusammen mit ihrer 100 %-igen Tochtergesellschaft Oaklet S.A. das Segment Verbriefung umfasst. Zudem hält die capsensixx AG 50,01 % der Anteile an der Axxion S.A., die zusammen mit ihren 100 %-igen Tochtergesellschaften navAXX S.A., IT4Funds S.A. und Axxion Deutschland InvAG das Segment Fondsverwaltung umfasst.

Abbildung 1: Organigramm der capsensixx



Quelle: Unternehmensinformationen, capsensixx, 09.04.2026.

- 55 Im Rahmen unserer Überprüfung der durch den Bewertungsgutachter vorgenommenen Unternehmensbewertung haben wir uns davon überzeugt, dass alle Beteiligungen der capsensixx angemessen berücksichtigt wurden.

4.1.1.2. Grundkapital, Anzahl Aktien, Börsennotierung

- 56 Das Grundkapital der capsensixx beträgt ausweislich des aktuellen Handelsregisterauszugs vom 09.04.2026 2.790.000 €. Es ist eingeteilt in 2.790.000 nennwertlose Stückaktien. Die capsensixx hält 103.373 eigene Aktien.
- 57 Die Aktie der capsensixx AG ist im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse (General Standard) und zeitgleich auf der Handelsplattform XETRA sowie an folgenden Börsenplätzen im Freiverkehr gelistet: Börse München, Börse Düsseldorf und Börse Stuttgart. Zudem werden die Aktien an den vollelektronischen Handelsplätzen gettex, Lang & Schwarz & Co, Baader Bank, Quotrix und Tradegate BSX gehandelt.

4.1.2. Wirtschaftliche Verhältnisse

58 Die capsensixx bietet verschiedene Produkte und Dienstleistungen innerhalb der Finanzindustrie an und lässt sich in drei Teilbereiche unterteilen:

1. Capsensixx AG

Die capsensixx AG fungiert als Holdinggesellschaft und übernimmt selbst keine operative Geschäftstätigkeit. Es werden zentrale Steuerungs-, Finanz- und Governance-Funktionen übernommen.

2. Segment Fondsverwaltung

Das Segment Fondsverwaltung wird über die Axxion S.A. und deren Tochtergesellschaften betrieben. Der Fokus liegt auf der Administration und Betreuung von Investmentfonds. Die angebotenen Dienstleistungen umfassen insbesondere die Fondsadministration, die Fondsbuchhaltung, Reporting-Leistungen, Back-Office-Services für Asset Manager sowie Tätigkeiten als Fondsiniciator.

Die Gesellschaft Axxion S.A. unterliegt als Kapitalverwaltungsgesellschaft den Mindestkapitalanforderungen gem. Art. 9 AIFMD (Richtlinie 2011/61/EU).

3. Segment Verbriefung

Das Segment Verbriefung wird über die operativen Tochtergesellschaften Oaklet GmbH und Oaklet S.A. abgedeckt. Es umfasst Dienstleistungen im Bereich strukturierter Finanzierungen, insbesondere die Konzeption, Strukturierung und Begleitung von Verbriefungslösungen. Ergänzend werden kapitalmarktbezogene Beratungsleistungen sowie Directors- und Verwaltungsleistungen für Zweckgesellschaften erbracht. Darüber hinaus agieren die Gesellschaften als regulierte Corporate Service Provider, insbesondere für luxemburgische Strukturen.

4.1.3. Steuerliche Verhältnisse

59 Die capsensixx AG wird beim Finanzamt Frankfurt am Main unter der Steuernummer 14/241/11337 geführt.

60 Die capsensixx AG weist zum 31.12.2025 einen hochgerechneten, gewerbesteuerlichen Verlustvortrag i. H. v. 3,7 Mio. € und einen hochgerechneten, körperschaftsteuerlichen Verlustvortrag i. H. v. 3,9 Mio. € aus. Diese wurden von dem Bewertungsgutachter nicht als eigenständiger Vermögenswert berücksichtigt. Hintergrund ist, dass die nachhaltigen künftigen Erträge der Holding aus Dividendenerträgen stammen, die gem. § 8b Abs. 1 i. V. m. Abs. 5 KStG zu 95 % steuerfrei sind, sodass aufgrund der weiteren Aufwendungen der capsensixx keine wirtschaftliche Nutzung der Verlustvorträge zu erwarten ist. Wir teilen diese Einschätzung des Bewertungsgutachters, so dass diese vorliegend richtigerweise nicht als Sonderwert berücksichtigt wurden.

4.2. Bewertungskonzeption

4.2.1. Bewertungsstichtag

61 Der maßgebliche Bewertungsstichtag für die Ermittlung des Unternehmenswerts als Grundlage für die Ableitung der Barabfindung ist der Tag der ordentlichen Hauptversammlung der capsensixx AG, auf der der Beschluss zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gefasst werden soll. Diese Beschlussfassung ist auf der für den 18.06.2026 geplanten ordentlichen Hauptversammlung vorgesehen.

4.2.2. Bewertungsverfahren

- 62 Die Grundsätze für Unternehmensbewertungen, wie sie im IDW S 1 i. d. F. 2026 festgehalten sind, stellen einen allgemeinen Rahmen dar, der im Einzelfall zu konkretisieren ist.
- 63 Der Unternehmenswert der capsensixx wird als Summe der Unternehmenswerte der capsensixx AG selbst sowie der Segmente Fondsverwaltung und Verbriefung ermittelt („sum of the parts-Bewertung“). Der Unternehmenswert der einzelnen Bewertungseinheiten wird im Einklang mit IDW S 1 i. d. F. 2026 abgeleitet
- 64 Darüber hinaus hat der Bewertungsgutachter Wertpapiere, das Darlehen an die UF Beteiligungs UG (haftungsbeschränkt) sowie die Überschussliquidität als Sonderwert angesetzt.
- 65 Weitere Sonderwerte bzw. nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände liegen nach Auskunft der capsensixx nicht vor. Aus unseren diesbezüglichen Prüfungshandlungen ergaben sich keine widersprechenden Erkenntnisse.
- 66 Die von dem Bewertungsgutachter gewählte Vorgehensweise ist nach unseren Feststellungen sachgerecht und bildet den Unternehmenswert der capsensixx angemessen in einem Bewertungsmodell ab.

4.2.3. Börsenkursbasierte Kompensation

- 67 Der Bewertungsgutachter hat anhand der im IDW S 17 i. d. F. 18.11.2025 definierten Kriterien beurteilt, ob aus beobachtbaren Börsenkursen auf eine angemessene Kompensation geschlossen werden kann. Der Bewertungsgutachter kommt zu dem Schluss, dass u. a. aufgrund der eingeschränkten Handelsaktivität, sehr volatilen Geld-Brief-Spannen sowie einem außergewöhnlich hohen Verhältnis der Tage mit Nullrendite der beobachtbare Börsenkurs nicht den vollen wirtschaftlichen Wert der Aktie verlässlich abbildet, sodass eine Bestimmung des objektivierten Unternehmenswerts auf Grundlage nach IDW S 1 zu erfolgen hat.
- 68 Wir haben eine eigenständige Beurteilung der Kriterien vorgenommen. Dabei sind wir, wie auch EY zu dem Schluss gekommen, dass allein aufgrund der extrem geringen Liquidität der Aktie der Börsenkurs nicht als alleiniger Maßstab für den „wahren“ Wert herangezogen werden darf und maßgeblich auf einen objektivierten Unternehmenswert (Unternehmensbewertung gemäß IDW S 1) abzustellen ist.
- 69 Die Beurteilung, ob der Börsenkurs eine geeignete Abfindungsgrundlage darstellt, ist von der Frage der Relevanz des Börsenkurses als Wertuntergrenze zu trennen. Hierzu verweisen wir auf Abschnitt 4.8.

4.3. Planungsanalyse

- 70 Die Planung der capsensixx für die Geschäftsjahre 2026 bis 2028 haben wir im Rahmen unserer Prüfungshandlungen analysiert. Wir haben – aufbauend auf den uns zur Verfügung gestellten Unterlagen – mit dem Vorstand sowie Mitarbeitern der capsensixx und PEH und dem Bewertungsgutachter Plausibilisierungsgespräche geführt.
- 71 Im Rahmen unserer auf der Vergangenheitsanalyse aufbauenden Plausibilisierung der Planung haben wir beurteilt, ob die der Planung zugrunde gelegten Annahmen plausibel, d. h. nachvollziehbar und konsistent, sind. Nachfolgend stellen wir unsere Prüfungsergebnisse hinsichtlich der Planungsanalyse dar.

4.3.1. Planungsprozess

72 Im Rahmen des Planungsprozesses werden eigenständige Planungen für die Segmente Fondsverwaltung und Verbriefung sowie für die capsensixx AG erstellt. Die Planung für die capsensixx AG und das Segment Verbriefung erfolgt nach deutschem Handelsrecht, während die Planung des Segments Fondsverwaltung auf luxemburgischem GAAP basiert. Das Management der jeweiligen Gesellschaft erstellt auf Basis der Ist-Zahlen zum September eine Dreijahresplanung. Die vorgelegten Planungen wurden vom Vorstand im November verabschiedet.

4.3.2. Planung der Capsensixx AG

4.3.2.1. Historische Vermögens- und Ertragslage

Vermögenslage

73 Der Bewertungsgutachter stellt die Vermögenslage der capsensixx AG für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 auf Basis der geprüften Zahlen zum 31.12.2023, 31.12.2024 und 31.12.2025 gemäß HGB dar.

74 Wir haben die Darstellung der Vergangenheitsergebnisse des Bewertungsgutachters verifiziert und anhand der vorgelegten Prüfungsberichte sowie ergänzender Informationen nachvollzogen.

Tabelle 1: Bilanz der capsensixx AG der Jahre 2023 – 2025 (Einzelabschluss) gemäß HGB

T€	2023A	2024A	2025A
Sachanlagen	-	1	1
Finanzanlagen	4.751	4.751	3.787
Anlagevermögen	4.751	4.752	3.788
Sonstige Vermögensgegenstände	506	505	27
Wertpapiere	2.662	3.995	493
Liquide Mittel	1.741	268	1.779
Umlaufvermögen	4.909	4.769	2.299
ARAP	2	22	2
Summe Aktiva	9.661	9.543	6.089
Eigenkapital	9.410	9.185	5.544
Sonstige Rückstellungen	161	223	472
Rückstellungen	161	223	472
Verbindlichkeiten aus LuL	91	120	71
Sonstige Verbindlichkeiten	0	14	2
Verbindlichkeiten	91	134	74
Summe Passiva	9.661	9.543	6.089

Quelle: Einzelabschlüsse der capsensixx AG zum 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025.

75 Die **Aktivseite** setzt sich vorrangig aus den Finanzanlagen und einem Bestand an Wertpapieren und liquiden Mitteln zusammen. Die Bilanzsumme ist von 9.661 T€ zum 31.12.2023 auf 6.089 T€ zum 31.12.2025 insbesondere aufgrund eines gesunkenen Finanzanlagebestands und eines geringeren Wertpapierbestands gesunken. Der Rückgang wird nur leicht kompensiert durch die um rd. 1,5 Mio. € gestiegenen liquiden Mittel.

76 Hintergrund für den gesunkenen Finanzanlagenbestand ist der Verkauf der Beteiligung an der UF Beteiligungs UG im Jahr 2025, wodurch sich dieser von 4.751 T€ zum 31.12.2023 und 31.12.2024

auf 3.787 T€ zum 31.12.2025 verringert hat. Die Finanzanlagen zum 31.12.2025 bestehen ausschließlich aus den Anteilen an den verbundenen Unternehmen (Oaklet GmbH und Axxion S.A.). Die sonstigen Vermögensgegenstände waren zum 31.12.2025 mit 27 T€ aufgrund niedrigerer Steuerforderungen geringer als im Vorjahr. Die capsensixx AG hält börsennotierte Wertpapiere (Fondsanteile und Bundesanleihen) als Teil der Liquiditätsreserve. Der Bestand an Wertpapieren und Liquidität wies im Zeitraum 2023 bis 2025 Schwankungen auf, die auf den zwischenzeitlichen Erwerb und die Veräußerung der Wertpapiere zurückzuführen sind. Der Rückgang der Summe aus Wertpapieren und Liquidität zum 31.12.2025 steht im Zusammenhang mit den im gleichen Jahr durchgeführten Aktienrückkäufen.

- 77 Wesentliche Position der **Passivseite** ist das Eigenkapital, das in 2025 aufgrund einer Kapitalherabsetzung und der Verrechnung der Anschaffungskosten aus dem Erwerb eigener Aktien auf 5.544 T€ gesunken ist. Die sonstigen Rückstellungen sind zum 31.12.2025 aufgrund von Tantiemen und eines Gerichtsverfahrens im Jahr 2026 auf 472 T€ angestiegen.

Ertragslage

- 78 Der Bewertungsgutachter stellt die Ertragslage der capsensixx AG für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 auf Basis der geprüften Zahlen zum 31.12.2023, 31.12.2024 und 31.12.2025 (Einzelabschluss) gemäß HGB dar.
- 79 Wir haben die Darstellung der Vergangenheitsergebnisse des Bewertungsgutachters verifiziert und anhand der vorgelegten Prüfungsberichte sowie ergänzender Informationen nachvollzogen.

Tabelle 2: Gewinn- und Verlustrechnung der capsensixx AG der Jahre 2023 – 2025 (Einzelabschluss) gemäß HGB

T€	2023A	2024A	2025A	CAGR '23-'25
Sonstiger betrieblicher Ertrag	169	87	904	131,2%
Personalaufwand	0	-151	-194	n/a
Verwaltungsaufwand	-532	-557	-886	29,0%
EBITDA	-363	-622	-176	-30,3%
Abschreibungen	0	-2	-1	n/a
EBIT	-363	-623	-177	-30,2%
Finanzergebnis	4.356	3.085	1.606	-39,3%
EBT	3.993	2.462	1.429	-40,2%
Ertragsteuern	0	0	0	119,5%
Jahresergebnis	3.993	2.462	1.429	-40,2%

Quelle: Einzelabschlüsse der capsensixx AG zum 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025.

- 80 Die **sonstigen betrieblichen Erträge** beliefen sich im Jahr 2025 auf 904 T€ und beinhalteten im Wesentlichen Erlöse aus dem Verkauf von Finanzanlagen durch eine Teilveräußerung von Geschäftsanteilen an der Oaklet GmbH i. H. v. 438 T€, Erträge aus dem Abgang von Umlaufvermögen durch den Verkauf von Anleihen und Fondsanteilen i. H. v. 444 T€ sowie eine Versicherungsentschädigung i. H. v. 21 T€.
- 81 Die Einstellung des Vorstands führt ab dem Jahr 2024 zu **Personalaufwand**. Der **Verwaltungsaufwand** ist im Betrachtungszeitraum von 532 T€ im Jahr 2023 auf 886 T€ im Jahr 2025 angestiegen und setzt sich vorrangig aus Kosten der Jahresabschlusserstellung und -prüfung und einem Buchverlust aus dem Verkauf von Finanzanlagen (Geschäftsanteile an der UF Beteiligungs UG) zusammen. Im Jahr 2025 fielen die Rechts- und Beratungskosten im Zusammenhang mit den Aktienrückkäufen höher als in den Vorjahren aus. Zudem wurde ein Bußgeld von der BaFin aufgrund

einer verspäteten Mitteilung in Bezug auf den Erwerb eigener Anteile aus dem Jahr 2021 ausgesprochen.

82 Das **Finanzergebnis** setzte sich im Jahr 2025 aus Zinserträgen (6 T€) und den Erträgen aus Beteiligungen (1.600 T€) zusammen. Die Erträge aus Beteiligungen beinhalteten ausschließlich die Ausschüttung von der Axxion S.A. für das Geschäftsjahr 2024, da die Ausschüttungen der UF Beteiligungs UG und der Oaklet GmbH entfielen.

83 Das **Jahresergebnis** lag im Jahr 2025 mit 1.429 T€ unter dem Niveau der Vorjahre, was insbesondere auf gestiegene Verwaltungskosten und geringere Erträge aus Beteiligungen zurückzuführen war. Die höheren sonstigen betrieblichen Erträge konnten diesen Effekt nicht kompensieren.

4.3.2.2. Analyse der Vergangenheitsergebnisse: Normalisierungen und Bereinigungen

84 Zum Zwecke der Vergleichbarkeit von Planung und Vergangenheitsergebnissen ist es üblich, eine Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse um einmalige bzw. außergewöhnliche Vorgänge durchzuführen. Bereinigungen haben grundsätzlich keine unmittelbaren Auswirkungen auf den Unternehmenswert, da das Ertragswertverfahren ausschließlich auf der Diskontierung in Zukunft erwarteter Erträge beruht. Insofern dient die Bereinigung ausschließlich zur Schaffung vergleichbarer Vergangenheitszahlen als Basis zur Plausibilisierung der Planung, die im Regelfall keine außergewöhnlichen Effekte abbildet.

85 Der Bewertungsgutachter hat eine Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse für das Jahr 2025 vorgenommen. Es wurden die folgenden Effekte aus den sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen im Jahr 2025 eliminiert:

- Erlös aus der Teilveräußerung von Unternehmensanteilen an der Oaklet GmbH i. H. v. 438 T€;
- Ertrag aus dem Verkauf von Anleihen und Fondsanteilen i. H. v. 444 T€;
- Bußgeld der BaFin i. H. v. 150 T€;
- Bildung einer Rückstellung i. H. v. 150 T€ im Zusammenhang mit einem Gerichtsverfahren.

86 Anhand der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen konnten wir die einzelnen Bereinigungen nachvollziehen und erachten diese als sachgerecht.

87 Wir haben darüber hinaus folgende Bereinigungen vorgenommen:

- Für das Jahr 2023: periodenfremder Ertrag i. H. v. 23 T€ aus der Erstattung von Umlagen der Bilanzkontrollkosten der BaFin für 2021;
- Für das Jahr 2025: Versicherungsentschädigung i. H. v. 21 T€ aus den sonstigen betrieblichen Erträgen und den Buchverlust von 60 T€ aus dem Verkauf von Finanzanlagen (Geschäftsanteile an der UF Beteiligungs UG) aus dem Verwaltungsaufwand.

88 Somit stellt sich die bereinigte Vergangenheitslage der capsensixx AG wie folgt dar:

Tabelle 3: Bereinigung der historischen Ertragslage der capsensixx AG

T€				Bereinigungen			2023A	2024A	2025A
	2023A	2024A	2025A	2023A	2024A	2025A	adj.	adj.	adj.
Sonstiger betrieblicher Ertrag	169	87	904	-23		-903	147	87	1
Personalaufwand	0	-151	-194				0	-151	-194
Verwaltungsaufwand	-532	-557	-886			360	-532	-557	-526
EBITDA	-363	-622	-176	-23	0	-543	-386	-622	-719
Abschreibungen	0	-2	-1				0	-2	-1
EBIT	-363	-623	-177	-23	0	-543	-386	-623	-720
Finanzergebnis	4.356	3.085	1.606				4.356	3.085	1.606
EBT	3.993	2.462	1.429	-23	0	-543	3.971	2.462	886

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Einzelabschlüsse der capsensixx AG zum 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025.

4.3.2.3. Planungstreue

89 Zur Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit hat uns die Gesellschaft Planungsrechnungen für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 vorgelegt. Zur Überprüfung der Planungstreue hat der Bewertungsgutachter eine Analyse der Planungstreue für die Planung des jeweiligen Geschäftsjahres vorgenommen.

90 Der Bewertungsgutachter stellt der Planungsrechnung die Ist-Zahlen gegenüber. Wir haben in der Analyse der Planungstreue die bereinigten Ist-Zahlen den Planzahlen gegenübergestellt. Im Ergebnis ergaben sich insbesondere in den Jahren 2023 und 2025 deutliche Planabweichungen, wie in der nachfolgenden Tabelle dargestellt:

Tabelle 4: Plan-Ist-Vergleich für die Geschäftsjahre 2023 – 2025

T€	2023P	2023A	Δ abs.	Δ %	2024P	2024A	Δ abs.	Δ %	2025P	2025A	Δ abs.	Δ %
		adj.				adj.				adj.		
Sonst. betriebl. Ertrag	2.250	4.418	2.168	96%	2.500	3.096	596	24%	2.500	1.601	-899	-36%
Personalaufwand	0	0	0	n/a	0	-151	-151	n/a	-109	-194	-85	78%
Verwaltungsaufwand	-350	-532	-182	52%	-450	-557	-107	24%	-451	-526	-75	17%
EBITDA	1.900	3.885	1.985	104%	2.050	2.388	338	16%	1.940	881	-1.059	-55%
Abschreibungen	0	0	0	n/a	0	-2	-2	n/a	0	-1	-1	n/a
EBIT	1.900	3.885	1.985	104%	2.050	2.386	336	16%	1.940	880	-1.060	-55%
Finanzergebnis	0	85	85	n/a	0	76	76	n/a	0	6	6	n/a
EBT	1.900	3.971	2.071	109%	2.050	2.462	412	20%	1.940	886	-1.054	-54%

Quelle: Einzelabschlüsse der capsensixx AG zum 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025; Unternehmensplanungen der Jahre 2023-2025.

91 In der Planungsrechnung der capsensixx sind in den sonstigen betrieblichen Erträgen die Dividenerträge der Tochtergesellschaften Axxion S.A und Oaklet GmbH enthalten. Um die Plan- und Ist-Zahlen vergleichen zu können, haben wir daher für die Analyse der Planungstreue die Erträge aus Beteiligungen aus dem Finanzergebnis eliminiert und in die Position sonstige betriebliche Erträge umgegliedert. Dadurch unterscheiden sich das EBITDA und EBIT in dieser Analyse von der Darstellung der bereinigten Vergangenheit. Auf Ebene des EBT stimmen die Werte in beiden Analysen jedoch wieder überein.

92 Bei dem Vergleich der sonstigen betrieblichen Erträge zeigt sich, dass die geplanten Werte in den Jahren 2023 und 2024 deutlich übertroffen und im Jahr 2025 unterschritten wurden. Maßgeblich für die sonstigen betrieblichen Erträge sind die Ausschüttungen der Tochtergesellschaften. Abweichende Ausschüttungen lassen keinen Schluss auf systematische Planabweichungen bei den

Tochtergesellschaften zu, sondern können an der Ausschüttungspolitik liegen. Insofern verweisen wir auf die Analysen der Planungstreue der nachfolgenden Segmente.

93 Personalaufwand fiel erstmalig im Jahr 2024 an und wurde daher erst ab dem Jahr 2025 geplant. Die Ist-Zahlen des Verwaltungsaufwands lagen über den gesamten Betrachtungszeitraum oberhalb der Planzahlen, nähern sich im Verlauf der Jahre jedoch den Planwerten an. Das Finanzergebnis wird nicht geplant.

94 Im Ergebnis zeigt sich, dass die originären Aufwendungen der capsensixx (Verwaltungsaufwand und Personalaufwand) nicht systematisch zu den geplanten Aufwendungen abweichen, sondern Abweichungen grundsätzlich erklärbar sind.

4.3.2.4. Operative Ertragsplanung

95 Der Bewertungsgutachter hat die für die Geschäftsjahre 2026 bis 2028 erstellte Planungsrechnung der capsensixx AG bis zum EBIT grundsätzlich übernommen. Lediglich die geplanten Dividenden-erträge aus den Beteiligungen wurden in den sonstigen betrieblichen Erträgen eliminiert, da der Wertbeitrag aus den Tochtergesellschaften mittels einer eigenständigen Bewertung berücksichtigt wird.

96 Die der Bewertung zugrunde gelegte, von dem Bewertungsgutachter angepasste Gewinn- und Verlustrechnung der capsensixx AG bis zum EBIT stellt sich im Vergleich zu den bereinigten Vergangenheitsergebnissen und der Hochrechnung auf Basis 09/2025 wie folgt dar:

Tabelle 5: Angepasste Unternehmensplanung der capsensixx AG

T€	2025A adj.	2025HR Basis 09	2026P	2027P	2028P	CAGR '25HR - '28
Nettoprovisionen	-	-	-	-	-	n/a
Sonstiger betrieblicher Ertrag	1	-	-	-	-	n/a
Personalaufwand	-194	-110	-131	-138	-145	9,8%
Verwaltungsaufwand	-526	-534	-534	-561	-589	3,3%
EBITDA	-719	-644	-666	-699	-734	4,5%
Abschreibungen	-1	-	-	-	-	n/a
EBIT	-720	-644	-666	-699	-734	4,5%

Quelle: Unternehmensplanung für die Jahre 2026 bis 2028; Gutachten von EY vom 07.05.2026. Für Darstellungszwecke wurde die Hochrechnung der Zahlen für das Jahr 2025 mit Stand September, die der Planung als Aufsatzpunkt zugrunde gelegt wurden, gezeigt.

97 Als nicht-operative Holding weist die Unternehmensplanung der capsensixx AG keine **Nettoprovisionen** aus.

98 Ebenso wird kein **sonstiger betrieblicher Ertrag** geplant. Die Bereinigung um die geplanten Dividenden-erträge durch den Bewertungsgutachter ist angemessen, um eine doppelte Berücksichtigung des Wertbeitrags der Tochterunternehmen zu vermeiden. Auch in der Darstellung der Hochrechnung auf Basis 09/2025 haben wir die Dividenden im sonstigen betrieblichen Ertrag eliminiert.

99 Der geplante **Personalaufwand** für die Vorstandsvergütung wurde ausgehend von 110 T€ in der Hochrechnung 09/25 mit einer Steigerung von 20 % auf 131 T€ im Jahr 2026 und in den darauffolgenden Jahren mit einer Steigerung von 5 % p. a. auf 145 T€ geplant. Der Personalaufwand i. H. v. 194 T€ im Jahr 2025 (adj.) lag insbesondere aufgrund einer um 50 % gestiegenen Zuführung zu Rückstellungen für Tantiemen aufgrund einer gestaffelten Bonusvereinbarung oberhalb der Hochrechnung.

- 100 Der **Verwaltungsaufwand** wurde ausgehend von 534 T€ in der Hochrechnung 09/25 vor dem Hintergrund von Effizienzgewinnen in Nachverhandlungen im Jahr 2026 konstant und anschließend mit 5,0 % p. a. bis zum Jahr 2028 auf 589 T€ fortgeschrieben. Der Verwaltungsaufwand i. H. v. 526 T€ im Jahr 2025 (adj.) lag nur geringfügig unter der Hochrechnung 09/25.
- 101 Über den gesamten Planungszeitraum wird ein rückläufiges **EBITDA** von -666 T€ im Jahr 2026 auf -734 T€ im Jahr 2028 erwartet.
- 102 Es werden keine **Abschreibungen** geplant, sodass folglich das **EBIT** im Planungszeitraum dem EBITDA entspricht.
- 103 Insgesamt erachten wir die vom Bewertungsgutachter angepasste Planung der capsensixx AG als Grundlage für die Berechnung der Abfindung für geeignet.

4.3.2.5. Fortschreibung und Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisses

- 104 Ausgehend vom letzten Planjahr 2028 wurden die Ergebnisse der Jahre 2029 ff. grundsätzlich mit der nachhaltig angenommenen Wachstumsrate von 0,5 % vom Bewertungsgutachter fortentwickelt. Das nachhaltige Ergebnis wurde bewertungstechnisch korrekt abgeleitet. Zu der vom Bewertungsgutachter angesetzten Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate nehmen wir in Abschnitt 4.5.3 Stellung.

4.3.2.6. Finanzergebnis

- 105 Der Bewertungsgutachter hat das Finanzergebnis nicht geplant, da die Finanzanlagen als Sonderwert (vgl. Rz. 269) berücksichtigt wurden. Wesentliche Finanzschulden bestehen zum Bewertungszeitpunkt nicht.
- 106 Wir haben die Bewertungsmethodik nachvollzogen und erachten diese Vorgehensweise als angemessen.

4.3.2.7. Unternehmensteuern

- 107 Da die Gesellschaft nach Eliminierung der Dividendenerträge aus ihren Tochtergesellschaften Oaklet GmbH und Axxion S.A. über den gesamten Planungszeitraum hinweg ein negatives EBT hat, wurden keine Ertragsteuern berücksichtigt.
- 108 Der Steuervorteil aus der Nutzung von steuerlichen Verlustvorträgen wurde aufgrund der nicht vorhandenen wirtschaftlichen Nutzbarkeit (vgl. Rz. 60) nicht berücksichtigt. Auskunftsgemäß ist eine steuerfreie Einlagenrückgewähr nach § 27 KStG nicht möglich. Wir konnten die Plausibilisierung des Bewertungsgutachters in Bezug auf die fehlende Möglichkeit einer steuerfreien Einlagenrückgewähr nachvollziehen.
- 109 Wir erachten den Ansatz der Ertragsteuern i. H. v. 0 € über den gesamten Planungszeitraum für sachgerecht und teilen die Einschätzung des Gutachters, dass die steuerlichen Verlustvorträge nicht anzusetzen sind.

4.3.2.8. Plan-Gewinn- und Verlustrechnung inkl. nachhaltigem Ergebnis

- 110 Der abgeleitete Fortschreibungszeitraum und die ewige Rente stellen sich bis zum Jahresergebnis für die capsensixx AG gem. dem Bewertungsgutachter wie folgt dar:

Tabelle 6: Plan-Gewinn- und Verlustrechnung für die capsensixx AG inkl. nachhaltigem Ergebnis

T€	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033TV
Nettoprovisionen	-	-	-	-	-	-	-	-
Sonstiger betrieblicher Ertrag	-	-	-	-	-	-	-	-
Personalaufwand	-131	-138	-145	-146	-146	-147	-148	-149
Verwaltungsaufwand	-534	-561	-589	-592	-595	-598	-601	-604
EBITDA	-666	-699	-734	-738	-741	-745	-749	-753
Abschreibungen	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	-666	-699	-734	-738	-741	-745	-749	-753
Finanzergebnis	0	0	0	0	0	0	0	0
EBT	-666	-699	-734	-738	-741	-745	-749	-753
Ertragsteuern	-	-	-	-	-	-	-	-
Jahresergebnis	-666	-699	-734	-738	-741	-745	-749	-753

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des Gutachtens von EY vom 07.05.2026.

4.3.3. Planung des Segments Fondsverwaltung

4.3.3.1. Historische Vermögens- und Ertragslage

Vermögenslage

- 111 Das Segment Fondsverwaltung umfasst die Gesellschaften Axxion S.A. zusammen mit ihren 100 %-igen Töchtergesellschaften navAXX S.A., IT4Funds S.A. und Axxion Deutschland InvAG. Bei der Axxion Deutschland InvAG handelt es sich lediglich um eine rechtliche Hülle, die keine eigenen Umsätze generiert und daher nicht für die Bewertung relevant ist.
- 112 Der Bewertungsgutachter stellt die Vermögenslage des Segments Fondsverwaltung für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nicht dar.
- 113 Da die Planung nach luxemburgischem Rechnungslegungsstandard erfolgt, haben wir die Vermögens- und Ertragslage anhand der vorgelegten Prüfungsberichte nach luxemburgischem Rechnungslegungsstandard analysiert. Konsolidierungen wurden vereinfachend nicht vorgenommen. Daher haben wir die Positionen der Bilanzen des Segments Fondsverwaltung gemäß der vorgelegten Prüfungsberichte summiert und wie folgt zusammengefasst:

Tabelle 7: Summenbilanz des Segments Fondsverwaltung der Jahre 2023 – 2025 gemäß luxemburgischem Rechnungslegungsstandard

T€	2023A	2024A	2025A
Immaterielle Vermögensgegenstände	769	355	169
Sachanlagen	858	1.075	1.004
Finanzanlagen	2.400	2.400	5.542
Anlagevermögen	4.027	3.830	6.716
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12.763	24.079	42.792
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	291	432	370
Sonstige Vermögensgegenstände	1.751	1.790	1.545
Wertpapiere	40	45	10
Liquide Mittel	10.429	11.244	13.591
Umlaufvermögen	25.273	37.591	58.308
ARAP	1.042	476	1.033
Summe Aktiva	30.343	41.897	66.056
Eigenkapital	13.838	14.096	18.248
Rückstellungen	2.266	2.469	1.778
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	-	-	10
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	12.558	23.663	42.060
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	271	434	513
Sonstige Verbindlichkeiten	1.352	1.167	2.856
Verbindlichkeiten	14.181	25.263	45.440
PRAP	58	68	590
Summe Passiva	30.343	41.897	66.056

Quelle: Einzelabschlüsse der Axxion S.A., navAXX S.A. und IT4Funds zum 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025.

- 114 Die Bilanzsumme ist von 30.343 T€ zum 31.12.2023 auf 66.056 T€ zum 31.12.2025 gestiegen, im Wesentlichen getrieben durch das Wachstum der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und zusätzlich im geringeren Maß durch den Anstieg der Finanzanlagen sowie der liquiden Mittel auf der Aktivseite. Auf der Passivseite haben sich insbesondere die Positionen Verbindlichkeiten

aus Lieferungen und Leistungen und Eigenkapital erhöht. Der Anstieg der Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen resultiert aus höheren, performanceabhängigen Gebühren, welche zum großen Teil durchlaufend sind.

- 115 Das **Anlagevermögen** des Segments Fondsverwaltung ist zunächst zum 31.12.2024 gesunken und hat sich im Folgejahr auf 6.716 T€ durch einen Anstieg der Finanzanlagen auf 5.542 T€ erhöht. Davon entfallen bei der Axxion S.A. 2.100 T€ auf verbundenen Unternehmen, 3.142 T€ auf Wertpapiere und bei der navAXX S.A. 300 T€ auf eine langfristige Investition in einen alternativen Investmentfonds.
- 116 Das **Umlaufvermögen** ist auf 58.308 T€ zum 31.12.2025 gestiegen. Liquide Mittel standen zum 31.12.2025 im wesentlichen Umfang bei der Axxion S.A. i. H. v. 9.486 T€ und bei der navAXX S.A. i. H. v. 3.330 T€ zur Verfügung, jeweils bestehend aus täglich fälligen Geldern sowie einem monatlich angelegten Festgeld bzw. einem Termingeld.
- 117 Die Passivseite setzt sich vor allem aus dem Eigenkapital und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen zusammen. Das **Eigenkapital** der Axxion S.A. belief sich zum 31.12.2025 auf 13.105 T€, auf 587 T€ bei der IT4Funds S.A. und auf 4.556 T€ bei der navAXX S.A. Die **Rückstellungen** sind zum 31.12.2025 auf 1.778 T€ gesunken und beinhalten Rückstellungen für die Bonifikation der Mitarbeiter, für sonstige Aufwendungen, für Prüfungs- und Beratungskosten sowie für nicht genommenen Urlaub. **Sonstige Verbindlichkeiten** betrafen hauptsächlich Verbindlichkeiten gegenüber Sozialversicherungsträgern, Steuerbehörden und Verbindlichkeiten aus erhaltenen Quellsteuererstattungen, die an Fonds weiterzuleiten sind.

Ertragslage

- 118 Der Bewertungsgutachter stellt die Ertragslage des Segments Fondsverwaltung für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 gemäß IFRS dar. Wir haben die Darstellung der Vergangenheitsergebnisse des Bewertungsgutachters mit den uns zur Verfügung gestellten Unterlagen gemäß IFRS sowie ergänzender Informationen abgeglichen und nachvollzogen.
- 119 Analog zur Vermögenslage haben wir die Ertragslage des Segments Fondsverwaltung für die Jahre 2023 – 2025 gemäß luxemburgischem Rechnungslegungsstandard ermittelt. Auskunftsgemäß liegt vorliegend die wesentliche Abweichung zwischen den Rechnungslegungsstandards in einer unterschiedlichen Behandlung der Leasingaufwendungen, sodass auf Ebene des EBIT lediglich unwesentliche Abweichungen vorliegen. In den einzelnen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung kommt es zu unterschiedlichen Klassifizierungen, sodass diese nicht mit der von dem Bewertungsgutachter gezeigten GuV vergleichbar sind:

Tabelle 8: Gewinn- und Verlustrechnung des Segments Fondsverwaltung der Jahre 2023 – 2025 gemäß luxemburgischem Rechnungslegungsstandard

T€	2023A	2024A	2025A	CAGR '23-'25
Nettoprovisionen	27.504	30.062	36.557	15,3%
Sonstiger betrieblicher Ertrag	352	854	2.088	143,6%
Personalaufwand	-10.386	-11.121	-11.790	6,5%
Verwaltungsaufwand	-10.964	-12.633	-16.868	24,0%
EBITDA	6.506	7.162	9.987	23,9%
Abschreibungen	-620	-772	-514	-8,9%
EBIT	5.886	6.390	9.473	26,9%
Finanzergebnis	256	312	235	-4,2%
EBT	6.142	6.702	9.708	25,7%
Ertragsteuern	-1.609	-1.939	-2.353	20,9%
Sonstige Steuern	1	-5	-3	n/a
Jahresergebnis	4.535	4.758	7.352	27,3%
KPIs				
Nettoprovisionen yoy%	n/a	9,3%	21,6%	
Assets under Administration (in Mio. €)	12.300	15.170	19.200	24,9%
FTE	105	103	103	
sbE (in % der Nettoprovisionen)	1,3%	2,8%	5,7%	
Personalaufwand (in % der Nettoprovisionen)	37,8%	37,0%	32,3%	
Verwaltungskosten (in % der Nettoprovisionen)	39,9%	42,0%	46,1%	
EBITDA-Marge (in % der Nettoprovisionen)	23,7%	23,8%	27,3%	
EBIT-Marge (in % der Nettoprovisionen)	21,4%	21,3%	25,9%	

Quelle: Einzelabschlüsse der Axxion S.A., navAXX S.A. und IT4Funds zum 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025.

- 120 Die **Nettoprovisionen** sind ausgehend von 27.504 T€ im Jahr 2023 auf 36.557 T€ im Jahr 2025 um durchschnittlich 15,3 % p. a. gestiegen. Die Nettoprovisionen im Jahr 2025 entfielen zu 53,7 % auf die Axxion S.A., zu 37,3 % auf navAXX S.A. und zu 9,1 % auf die IT4Funds S.A. Hintergrund für den Anstieg sind insbesondere höhere Verwaltungsgebühren und erfolgsabhängige Gebühren.
- 121 Der **Personalaufwand** hat sich ausgehend von 10.386 T€ im Jahr 2023 auf 11.790 T€ im Jahr 2025 erhöht. Die Personalaufwandsquote (im Verhältnis zu den Nettoprovisionen) ist im gleichen Zeitraum von 37,8 % im Jahr 2023 auf 32,3 % im Jahr 2025 gesunken.
- 122 Der **Verwaltungsaufwand**, der sich im Jahr 2025 auf 16.868 T€ belief, setzt sich aus Aufwendungen zur konzerninterner Weiterbelastungen, Miet- und Leasingkosten, Kosten der Vertriebsunterstützung, Rechts- und Beratungskosten, Abschluss- und Prüfungskosten, Software- und Datenlieferungskosten zusammen. Der überwiegende Teil der Verwaltungskosten entfiel im Jahr 2025 auf die Axxion S.A. mit 8.451 T€ sowie auf die navAXX S.A. mit 6.462 T€. Der Anstieg des Verwaltungsaufwands ist bei der Axxion S.A. insbesondere auf erhöhte Aufwendungen aus Weiterbelastungen zurückzuführen. Bei der navAXX S.A. resultiert der Kostenanstieg aus erstmalig angefallenen Aufwendungen für IT-Dienstleistungen der IT4Funds S.A. Auffällig ist zudem der Anstieg der Verwaltungskosten bei der IT4Funds S.A., auch wenn deren Anteil an den gesamten Verwaltungskosten weiterhin vergleichsweise gering ist (2024: 372 T€; 2025: 1.954 T€). Dieser Anstieg ist darauf zurückzuführen, dass die IT4Funds S.A. ihren operativen Geschäftsbetrieb erst im April 2025 aufgenommen hat. Infolgedessen fallen seitdem erstmals Kosten wie Weiterberechnungen der navAXX S.A. infolge der Abspaltung, Mietlizenzen, Reportingkosten, Abschluss- und Prüfungskosten, Beratungsleistungen und EDV-Kosten an.

123 Insgesamt ist das **EBIT** von 5.886 T€ im Jahr 2023 auf 9.473 T€ im Jahr 2025 gestiegen. Diese Entwicklung ist im Wesentlichen auf die angestiegenen Nettoprovisionen zurückzuführen. Die EBIT-Marge verbesserte sich von 21,4 % im Jahr 2023 auf 25,9 % im Jahr 2025.

124 Das **Finanzergebnis** enthält im Jahr 2025 neben Zinserträgen (237 T€) einen geringen Anteil an Zinsaufwendungen (3 T€). Die Erträge aus Beteiligungen, die der Axxion S.A. von den verbundenen Unternehmen zufließen, haben wir im Betrachtungszeitraum eliminiert, um eine Doppelerfassung der Ergebnisse der Tochtergesellschaften zu vermeiden. Somit ist analog zum EBIT auch beim **EBT** ein Anstieg im Jahr 2025 auf 9.708 T€ zu verzeichnen.

4.3.3.2. Analyse der Vergangenheitsergebnisse: Normalisierungen und Bereinigungen

125 Der Bewertungsgutachter hat für das Segment Fondsverwaltung keine Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse vorgenommen.

126 Anhand der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen haben wir die folgenden Bereinigungen vorgenommen:

- Sonstiger betrieblicher Ertrag aus der Auflösung einer Rückstellung für allgemeine Fondsrisiken bei der Axxion S.A. im Jahr 2025 i. H. v. 1.000 T€.

127 Die bereinigte Ertragslage der Jahre 2023 – 2025 stellt sich somit wie folgt dar:

Tabelle 9: Bereinigung der historischen Ertragslage des Segments Fondsverwaltung

T€	2023A	2024A	2025A	Bereinigungen			2023A	2024A	2025A
				2023A	2024A	2025A	adj.	adj.	adj.
Nettoprovisionen	27.504	30.062	36.557				27.504	30.062	36.557
Sonstiger betrieblicher Ertrag	352	854	2.088			-1.000	352	854	1.088
Personalaufwand	-10.386	-11.121	-11.790				-10.386	-11.121	-11.790
Verwaltungsaufwand	-10.964	-12.633	-16.868				-10.964	-12.633	-16.868
EBITDA	6.506	7.162	9.987	0	0	-1.000	6.506	7.162	8.987
Abschreibungen	-620	-772	-514				-620	-772	-514
EBIT	5.886	6.390	9.473	0	0	-1.000	5.886	6.390	8.473
Finanzergebnis	256	312	235	0	0	0	256	312	235
EBT	6.142	6.702	9.708	0	0	-1.000	6.142	6.702	8.708

Quelle: Einzelabschlüsse der Axxion S.A., navAXX S.A. und IT4Funds zum 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025.

4.3.3.3. Planungstreue

128 Zur Analyse der Planungstreue stellt der Bewertungsgutachter die Planungsrechnungen der Jahre 2023 – 2025 den Ist-Zahlen gegenüber. Die Analyse hat jedoch nur eingeschränkte Aussagekraft, da die geplanten Zahlen nach luxemburgischem Rechnungslegungsstandard den Ist-Zahlen nach IFRS gegenübergestellt werden.

129 Wir haben ebenfalls eine Analyse der Planungstreue für die Planung des jeweiligen Geschäftsjahres vorgenommen, wobei wir den Planzahlen nach luxemburgischem Rechnungslegungsstandard die bereinigten Ist-Zahlen nach luxemburgischem Rechnungslegungsstandard gegenübergestellt haben.

Tabelle 10: Plan-Ist-Vergleich des Segments Fondsverwaltung für das Geschäftsjahr 2023

T€	2023P	2023A adj.	Δ abs.	Δ %
Nettoprovisionen	15.960	27.504	11.544	72,3%
Sonstiger betrieblicher Ertrag	1.439	352	-1.087	-75,5%
Personalaufwand	-6.131	-10.386	-4.255	69,4%
Verwaltungsaufwand	-3.685	-10.964	-7.279	197,5%
EBITDA	7.583	6.506	-1.077	-14,2%
Abschreibungen	-1.500	-620	880	-58,7%
EBIT	6.083	5.886	-197	-3,2%

Quelle: Einzelabschlüsse der Axxion S.A., navAXX S.A. und IT4Funds zum 31.12.2023; Unternehmensplanung 2023.

130 Im Jahr 2023 wurden die geplanten Nettoprovisionen deutlich überschritten. Der geplante Personal- und Verwaltungsaufwand wurde u. a. aufgrund der höheren Nettoprovisionen deutlich überschritten.

131 Der Bewertungsgutachter stellt im Jahr 2023 ebenfalls große Abweichungen zwischen den einzelnen Positionen fest und führt dies auf strukturelle und darstellerische Effekte zurück, da Umklassifizierungen einzelner Ertrags- und Aufwandspositionen im Rahmen der Erstellung des Jahresabschlusses vorgenommen wurden. Der Vergleich einzelner Positionen ist daher im Jahr 2023 nur begrenzt aussagekräftig. Im Ergebnis weicht das erzielte EBIT nur geringfügig vom geplanten Wert ab.

132 Bis zum Jahr 2023 wurde das Finanzergebnis nicht geplant. Ab dem Jahr 2024 wird das Finanzergebnis zusammen mit dem sonstigen betrieblichen Ertrag geplant. Somit weicht das EBITDA in der folgenden Analyse vom im vorherigen Kapitel dargestellten EBITDA ab.

Tabelle 11: Plan-Ist-Vergleich des Segments Fondsverwaltung für die Geschäftsjahre 2024 – 2025

T€	2024P	2024A adj.	Δ abs.	Δ %	2025P	2025A adj.	Δ abs.	Δ %
Nettoprovisionen	30.696	30.062	-634	-2,1%	28.528	36.557	8.028	28,1%
Sonst. betriebl. Ertr + Finanzergebnis	1.299	1.165	-134	-10,3%	416	1.323	907	217,8%
Personalaufwand	-11.873	-11.121	753	-6,3%	-12.256	-11.790	466	-3,8%
Verwaltungsaufwand	-13.695	-12.633	1.061	-7,8%	-8.452	-16.868	-8.416	99,6%
EBITDA + Finanzergebnis	6.427	7.474	1.047	16,3%	8.236	9.222	986	12,0%
Abschreibungen	-517	-772	-255	49,3%	-309	-514	-206	66,7%
EBT	5.910	6.702	792	13,4%	7.928	8.708	780	9,8%

Quelle: Einzelabschlüsse der Axxion S.A., navAXX S.A. und IT4Funds zum 31.12.2024, 31.12.2025; Unternehmensplanungen 2024 und 2025.

133 Dadurch, dass die Ist-Zahlen des Personal- und Verwaltungsaufwands in 2024 stärker unter den Planwerten lagen als die tatsächlich erzielten Nettoprovisionen, wurden im Ergebnis Plan-EBITDA und Plan-EBT übertroffen werden.

134 Die erzielten Nettoprovisionen lagen im Jahr 2025 vor dem Hintergrund der höheren Verwaltungsgebühren und erfolgsabhängigen Gebühren um 28,1 % über den geplanten Nettoprovisionen. Der erzielte Verwaltungsaufwand im Jahr 2025 war um 8.416 T€ höher als die geplanten Verwaltungsaufwendungen, da erhöhte Aufwendungen aus Weiterbelastungen sowie Aufwendungen für IT-Dienstleistungen anfielen.

135 Die im Vergleich zu den Planwerten höheren erzielten Nettoprovisionen wurden in 2025 mit den höheren Verwaltungskosten kompensiert. Im Ergebnis wurden somit Plan-EBITDA und Plan-EBT nur leicht übertroffen.

- 136 Der Bewertungsgutachter hat zusätzlich einen Vergleich der Mehrjahresplanung aus 2024 und 2025 durchgeführt. Wir haben die Darstellung des Vergleiches des Bewertungsgutachters mit den uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie ergänzenden Informationen abgeglichen und nachvollzogen.

Tabelle 12: Vergleich der Mehrjahresplanungen 2024 und 2025

T€	Planung 2024			Planung 2025			2026	2026	2027	2027
	2025P	2026P	2027P	2026P	2027P	2028P	Δ abs.	Δ %	Δ abs.	Δ %
Nettoprovisionen	28.528	29.954	31.452	32.416	35.064	36.818	2.461	8,2%	3.612	11,5%
Sonst. betr. Ertrag + Finanzerg.	416	437	459	797	809	821	360	82,3%	350	76,3%
Personalaufwand	-12.256	-12.869	-13.512	-12.791	-12.942	-13.266	78	-0,6%	570	-4,2%
Verwaltungsaufwand	-8.452	-8.874	-9.318	-10.098	-10.664	-10.877	-1.223	13,8%	-1.345	14,4%
EBITDA + Finanzergebnis	8.236	8.648	9.081	10.324	12.268	13.496	1.676	19,4%	3.187	35,1%
Abschreibungen	-309	-324	-340	-531	-540	-540	-207	63,9%	-200	58,8%
EBT	7.928	8.324	8.740	9.793	11.728	12.956	1.469	17,6%	2.987	34,2%

Quelle: Mehrjahresplanungen auf Basis 09.2024 und 09.2025.

- 137 Der Konsistenzhalber wird darauf hingewiesen, dass das Finanzergebnis i. H. v. 228 T€ p. a. erst in der Planung 2025 geplant wurde und in den sonstigen betrieblichen Erträgen ausgewiesen wird.
- 138 Die Nettoprovisionen wurden in der Unternehmensplanung 2025 für das Jahr 2026 um 8,2 % und für das Jahr 2027 um 11,5% erhöht. Der Bewertungsgutachter führt dies auf die Akquisition eines zusätzlichen Verwaltungsmandats zurück, aus dem in 2026 erstmals Erlöse erzielt werden sollen. Den Verwaltungsaufwand plante die Gesellschaft in der Mehrjahresplanung 2025 deutlich höher. Der Bewertungsgutachter führt dies auf Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit dem Jubiläum der Gesellschaft sowie Beratungsaufwendungen und steigende Kosten für Software und Lizenzen zurück, was plausibel erscheint.
- 139 Beim Vergleich der Mehrjahres-Planungen zeigt sich, dass das EBT für 2026 um 17,6 % und das EBT für 2027 um 34,2 % signifikant höher geplant wurde.

4.3.3.4. Operative Ertragsplanung

- 140 Der Bewertungsgutachter hat die für die Geschäftsjahre 2026 bis 2028 erstellte Planungsrechnung des Segments Fondsverwaltung bis zum EBIT grundsätzlich übernommen. Folgende Anpassungen wurden von dem Bewertungsgutachter vorgenommen:

1. Anpassung der Nettoprovisionen

Vor dem Hintergrund der schwachen Marktentwicklung im 1. Quartal 2026 wurde eine Reduzierung des unterstellten Bestandswachstums der AuA um 2 Prozentpunkte auf 3,0 % im gleichen Jahr vorgenommen. Durch das geringere Ausgangsniveau im Jahr 2026 wirkt sich diese Anpassung auch auf die Folgejahre aus.

Zudem ist wesentlicher Treiber ein neues, in Verhandlung befindliches Fondsadministrationsprojekt (2,2 Mio. € Nettoprovisionen). Da die Verhandlungen zum aktuellen Bewertungszeitpunkt weiter andauern, wurden die Nettoprovisionen auf Basis einer gewichteten Eintrittswahrscheinlichkeit um insgesamt -1,2 Mio. € für den Planungszeitraum adjustiert.

2. Anpassung des Personalaufwands

Auf Basis von historischen Wachstumsraten hat der Bewertungsgutachter den Personalaufwand mit 6,0 % p. a. fortentwickelt.

3. Anpassung des Verwaltungsaufwands

Auskunftsgemäß führt eine Feststellung des Jahresabschlussprüfers i. H. v. 250 T€ zu einem negativen Effekt in 2026.

141 Vor dem Hintergrund, dass die in der Vergangenheitsanalyse aufsummierte Gewinn- und Verlustrechnung Konsolidierungseffekte enthält, die sich insbesondere auf die Nettoprovisionen und den Verwaltungsaufwand auswirken, werden nachfolgend die Planzahlen der Hochrechnung für das Jahr 2025 mit Stand September 2025 gegenübergestellt, auf denen die Unternehmensplanung basiert. Die Konsolidierungseffekte der Vergangenheit gleichen sich auf EBIT-Ebene aus. Aus dem Vergleich der Hochrechnung mit den summierten Ist-Zahlen auf Ebene des EBIT wird deutlich, dass keine wesentliche Planabweichung im letzten Quartal 2025 vorliegt und diese somit als Aufsattpunkt für die Unternehmensplanung sachgerecht sind.

142 Der Bewertungsgutachter hat den Planzahlen die Ist-Zahlen nach IFRS gegenübergestellt, was aufgrund von unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards insbesondere zu Abweichungen im Verwaltungsaufwand und den Abschreibungen führt.

143 Die der Bewertung zugrunde gelegte Gewinn- und Verlustrechnung des Segments Fondsverwaltung bis zum EBIT stellt sich im Vergleich zu den bereinigten Vergangenheitsergebnissen sowie der Hochrechnung für das Jahr 2025 mit Stand aus September wie folgt dar:

Tabelle 13: Angepasste Unternehmensplanung des Segments Fondsverwaltung

T€	2025A adj.	2025HR Basis 09	2026P	2027P	2028P	CAGR '25HR - '28
Nettoprovisionen	36.557	29.643	31.552	34.054	35.677	6,4%
Sonstiger betrieblicher Ertrag	1.088	561	570	582	593	1,9%
Personalaufwand	-11.790	-11.901	-12.822	-13.591	-14.406	6,6%
Verwaltungsaufwand	-16.868	-9.081	-10.348	-10.664	-10.877	6,2%
EBITDA	8.987	9.222	8.952	10.382	10.987	6,0%
Abschreibungen	-514	-477	-531	-540	-540	4,2%
EBIT	8.473	8.745	8.421	9.841	10.447	6,1%
KPIs						
Nettoprovisionen yoy%	21,6%	n/a	6,4%	7,9%	4,8%	
Assets under Administration (in Mio. €)*	19.200	19.200	21.696	24.950	26.697	11,6%
Nettoprovisions-Marge (in bps)	19,0	15,4	14,5	13,6	13,4	-4,7%
Personalaufwand (in % der Nettoprovisionen)	32,3%	40,1%	40,6%	39,9%	40,4%	
Verwaltungsaufwand (in % der Nettoprovisionen)	46,1%	30,6%	32,8%	31,3%	30,5%	
EBITDA-Marge (in % der Nettoprovisionen)	24,6%	31,1%	28,4%	30,5%	30,8%	
EBIT-Marge (in % der Nettoprovisionen)	23,2%	29,5%	26,7%	28,9%	29,3%	

Quelle: Unternehmensplanung für die Jahre 2026 bis 2028; Gutachten von EY vom 07.05.2026. Für Darstellungszwecke wurde die Hochrechnung der Zahlen für das Jahr 2025 mit Stand September, die der Planung als Aufsattpunkt zugrunde gelegt wurden, gezeigt.

* Informatorische Angabe der Gesellschaft, bereinigt um die Anpassungen lt. Gutachten von EY vom 07.05.2026; eine Anpassung der projektbezogenen AuA analog zu den projektbezogenen Nettoprovisionen ist nicht berücksichtigt.

144 Die **Nettoprovisionen** im Segment Fondsverwaltung wachsen lt. Unternehmensplanung zunächst ausgehend von 29.643 T€ gem. Hochrechnung 09/25 auf 35.677 T€ im Jahr 2028 um durchschnittlich 6,4 % p. a. Die hier vom Bewertungsgutachter vorgenommene Reduzierung der Wachstumserwartungen, bedingt durch die sich nach dem ersten Quartal abzeichnende Planverfehlung im Jahr 2026 sowie die Unsicherheit in Bezug auf die Eintrittswahrscheinlichkeit des geplanten Fondsadministrationsprojekts, sind für uns nachvollziehbar und plausibel (siehe dazu auch Rz. 145 f.). Die Nettoprovisionen i. H. v. 36.557 T€ im Jahr 2025 (adj.) liegen insbesondere aufgrund von

- Konsolidierungseffekten deutlich oberhalb der Hochrechnung 09/25 und stellen somit keine Vergleichsgröße dar.
- 145 Die Bestands-AuA sind lt. Aussage des Managements im Wesentlichen vergleichbar mit typischen Multi-Asset-Fonds bzw. Vergleichsportfolien aus Aktien und Staatsanleihen im Verhältnis 70:30. Das Wachstum der Bestands-AuA wird lt. Management entsprechend mit der durchschnittlichen erwarteten Wertentwicklung vergleichbarer Fonds bzw. Indizes geplant. Die mittelfristige **Netto-Wachstumserwartung für die Bestands-AuA** betrug für den gesamten Planungszeitraum 5,0 % p. a. und wurde durch den Bewertungsgutachter wie in Rz. 140 dargestellt vor dem Hintergrund der aktuellen Marktentwicklung für das Jahr 2026 um 2 Prozentpunkte auf 3,0 % gesenkt.
- 146 Wir halten eine Senkung der Wachstumserwartungen für das laufende Jahr 2026 für nachvollziehbar. Aufgrund der weitreichenden und komplexen wirtschaftlichen Implikationen aus dem Iran-Krieg seit Ende Februar 2026 hat der Internationale Währungsfonds im April 2026 seine Prognose für das Wachstum der Weltwirtschaft für das laufende Jahr 2026 um 0,2 Prozentpunkte auf 3,1 % gesenkt.⁸ Damit liegt das erwartete Wachstum unterhalb des Niveaus der Vorjahre von rd. 3,4 %. Gleichzeitig herrscht an den Aktienmärkten hohe Unsicherheit hinsichtlich der Dauer des Krieges und der daraus entstehenden Folgeschäden. Hinzukommt, dass auch wenn der Konflikt kurzfristig entschärft werden kann, die wirtschaftlichen Schäden, insb. durch die empfindliche Störung der globalen Lieferketten infolge der Schließung der Straße von Hormus, noch länger nachwirken und die Unternehmensergebnisse spürbar belasten werden.⁹
- 147 Das geplante Wachstum der Bestands-AuA von 5,0 % lt. Managementplanung für die Jahre 2027 und 2028 haben wir analog zu den Angaben des Managements der Performance verschiedener vergleichbarer Multi-Asset-Fonds sowie einem Index-Vergleichsportfolio gegenübergestellt. Wir ermitteln zum Stichtag 31.03.2026 bzw. 29.04.2026 (je nach Datenverfügbarkeit) über die vergangenen fünf Jahre eine durchschnittliche annualisierte Netto-Performance in EUR zwischen 2,5 % und 7,0 %. Vergleichbare Multi-Asset-Fonds wie der ARERO - Der Weltfonds LC, der DWS Concept Kaldemorgen LC oder der Flossbach von Storch Multiple Opportunities II I erzielten in diesem Zeitraum jährlich durchschnittlich Netto-Renditen von 7,0 %, 3,4 % bzw. 2,5 %. Der MSCI World Index erzielte im gleichen Zeitraum eine Netto-Rendite von durchschnittlich 10,7 % p. a., der FTSE World Government Bond Index eine durchschnittliche Rendite von -2,2 % p. a. Für ein theoretisches Vergleichs-Portfolio bestehend aus 70 % Aktien und 30 % Staatsanleihen ergibt sich daraus eine rechnerisch gewichtete durchschnittliche Rendite von 6,8 % p. a. Auf Basis der ermittelten Gesamt-Bandbreite von 2,5 % bis 7,0 % haben wir keine Anhaltspunkte dafür, dass die Wachstumsannahme des Managements von 5,0 % p. a. für die Bestands-AuA für die Jahre 2027 und 2028 im Erwartungswert unplausibel ist.
- 148 Auf Basis der Netto-Wachstumsannahmen für die Bestands-AuA und der Annahmen für das Wachstum der AuA im Neugeschäft i. H. v. 10,0 % für die Jahre 2026 und 2027 bzw. 2,0 % für das Jahr 2028 ergibt sich ein durchschnittliches Wachstum der AuA von 11,6 % p. a., bzw. von rd. 19,2 Mrd. € im Jahr 2025 auf rd. 26,7 Mrd. € im Jahr 2028. Im Betrachtungszeitraum resultiert daraus eine **Nettoprovisionsmarge** gemessen an den AuA zwischen 15,4 bps gem. Hochrechnung 09/25 auf 13,4 bps im Jahr 2028 mit sinkender Tendenz. In diesem Zusammenhang weist das Management auf die im Vergleich zum Bestandsgeschäft geringere Marge des geplanten neuen

⁸ Vgl. IWF, World Economic Outlook – Global Economy in the Shadow of War, April 2026.

⁹ Vgl. DWS, Marktausblick – April 2026, 13.04.2026, URL: <https://www.dws.de/informieren/maerkte/marktausblick/markt-makro/>.

- Fondsadministrationsprojekts hin. Auch trägt der marktseitig anhaltende Kosten- und Wettbewerbsdruck trotz nachhaltig steigender AuA zu einer Margenkompression bei.¹⁰
- 149 Wir haben die lt. dem Gutachten von EY vom 07.05.2026 zugrundeliegenden Annahmen zur Ermittlung der Höhe und der Entwicklung der Marge mit den uns erteilten Auskünften und schriftlichen Informationen des Managements sowie mit öffentlich verfügbaren Informationen abgeglichen. Die erwarteten Margen im Segment Fondsverwaltung sind dabei insbesondere abhängig vom geplanten Verhältnis der angebotenen Dienstleistungen (standardisierte Fondsadministration, Fondsbuchhaltung, Reporting- und Backoffice-Services versus projektbezogene Strukturierungs-, Set-up- und Beratungsdienstleistungen), dem geplanten Verhältnis der Vergütungsbestandteile (fixe, wiederkehrende Service-Fees versus variable, insb. performanceabhängige Komponenten sowie die Höhe der Fee-Floors und -Caps), der geplanten Kundenstruktur (homogen versus heterogen sowie konzentriert versus fragmentiert) sowie den erwarteten äußeren Einflüssen (insb. strukturelle Branchenentwicklungen und die Entwicklung der Regulatorik). Uns liegen keine Anhaltspunkte vor, dass die Annahmen des Bewertungsgutachters unvollständig oder falsch sind oder ein unzutreffendes Bild der geplanten Ertragslage vermitteln. Insbesondere liegen uns keine Anhaltspunkte vor, dass das geplante Margenniveau zu gering ist.
- 150 Der **sonstige betriebliche Ertrag** bleibt im gesamten Planungszeitraum auf einem Niveau von annähernd 600 T€ in etwa konstant und spiegelt auf Basis der Vergangenheitsergebnisse einen nachvollziehbaren Planansatz wider. Im Jahr 2025 (adj.) lag der Wert mit 1.088 T€ deutlich über Plan. Lt. Gutachten von EY vom 07.05.2026 war dies auf unerwartet höhere Auslagerungserstattungen zurückzuführen. Der Gesamthöhe nach ist der sonstige betriebliche Ertrag von untergeordneter Bedeutung für die Ertragsplanung.
- 151 Der **Personalaufwand** wächst lt. Unternehmensplanung ausgehend von 11.901 T€ gem. Hochrechnung 09/25 (11.790 T€ im Jahr 2025 (adj.)) stetig auf 14.406 T€ im Jahr 2028, was einer durchschnittlichen Wachstumsrate von rd. 6,6 % p. a. entspricht. Lt. Managementplanung wurde zunächst mit einer durchschnittlichen Steigerung des Personalaufwands ausgehend der Hochrechnung 09/25 i. H. v. 3,7 % p. a. geplant. Die hier nun reflektierte Anhebung des Personalaufwands auf ein historisches Durchschnittsniveau durch den Bewertungsgutachter erachten wir auch vor dem Hintergrund der Management-Aussagen lt. Gutachten von EY vom 07.05.2026 für sachgerecht. Diese decken sich mit unseren Erkenntnissen. Gerade vor dem Hintergrund der geplanten Ausweitung des Neugeschäfts um jeweils 10 % in den Jahren 2026 und 2027 ist mit steigendem Personalaufwand zu rechnen. Durch die Plananpassungen wird nun eine in etwa konstante Personalaufwandsquote i. H. v. rd. 40 % unterstellt. Eine langfristige Reduzierung der Personalaufwandsquote wäre nach unseren gewonnenen Erkenntnissen bspw. nur in Verbindung mit umfangreichen Investitionen in Automatisierungsprojekte nachvollziehbar, die in der Planung jedoch nicht reflektiert sind.
- 152 Der **Verwaltungsaufwand** wächst im Planungszeitraum vergleichsweise nur leicht von 10.348 T€ im Jahr 2026 auf 10.877 T€ im Jahr 2028, was einen Rückgang der Verwaltungsaufwandsquote von 32,8 % im Jahr 2026 auf 30,5 % im Jahr 2028 bedeutet. Der Verwaltungsaufwand i. H. v. 16.868 T€ im Jahr 2025 (adj.) ist insbesondere aufgrund von Konsolidierungseffekten nicht als Aufwandspunkt sachgerecht. Lt. Gutachten von EY vom 07.05.2026 schlagen sich hier im Jahr 2026 insb. zusätzliche Aufwendungen für Sonderveranstaltungen sowie in den Jahren 2027 und 2028 insb. Aufwendungen im Zusammenhang mit Digitalisierung und Automatisierung sowie die daraus gewonnenen Effizienzvorteile nieder. Die lt. Gutachten von EY vom 07.05.2026 marktseitig beobachtbaren Herausforderungen durch zunehmende operative Komplexität werden in der

¹⁰ Vgl. Deloitte, Global Asset Servicing Survey, November 2025.

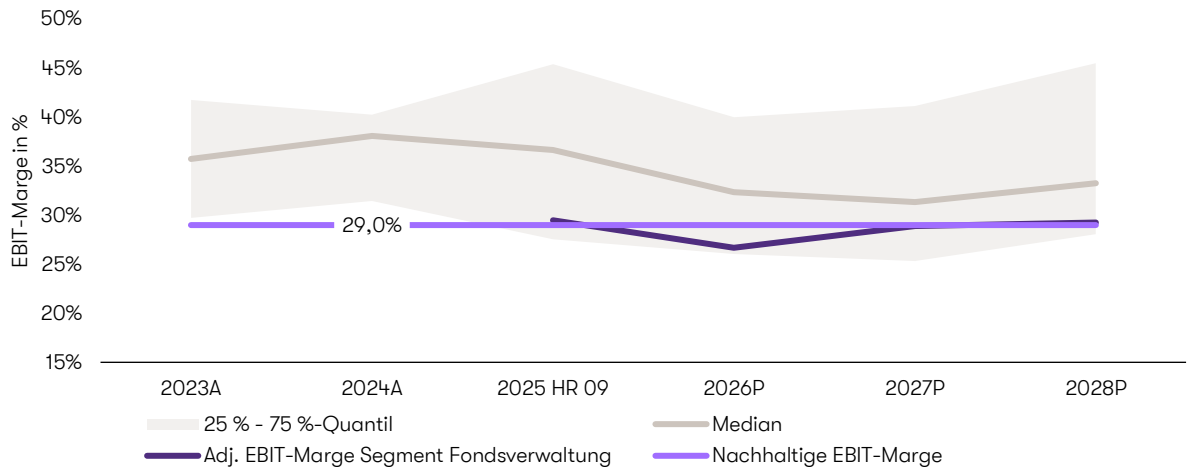
vorliegenden Planung durch Skalierungseffekte und die Hebung von Effizienzpotenzialen überkompensiert. Nach unserer Einschätzung könnten damit notwendige Aufwendungen für Künstliche Intelligenz, Softwarelösungen und Datenschutz nicht vollumfänglich berücksichtigt sein.

- 153 Die durch den Bewertungsgutachter vorgenommene Planungsanpassung aufgrund einer Prüfungsfeststellung i. H. v. -250 T€ im Jahr 2026 erachten wir indes für sachgerecht.
- 154 Das geplante **EBITDA** steigt ausgehend von 9.222 T€ gem. Hochrechnung 09/25 (8.987 T€ im Jahr 2025 (adj.)) auf 10.987 T€ im Jahr 2028 um durchschnittlich 6,0 %. Insbesondere vor dem Hintergrund eines überproportionalen Anstiegs des Verwaltungsaufwands im Jahr 2026 verglichen zur Hochrechnung 09/25 sinkt die EBITDA-Marge plangemäß von 31,1 % gem. Hochrechnung 09/25 auf 28,4 % im Jahr 2026. Anschließend wird eine Steigerung der EBITDA-Marge auf 30,8 % im Jahr 2028 erwartet. Diese liegt weiterhin unterhalb des Niveaus von der Hochrechnung 09/25 insbesondere getrieben durch eine erwartete, sinkende Nettoprovisions-Marge. Die dargestellte EBITDA-Marge von 24,6 % im Jahr 2025 (adj.) ist aufgrund des verzerrten Niveaus der Nettoprovisionen vor dem Hintergrund von Konsolidierungseffekten nicht aussagekräftig.
- 155 Das Niveau der **Abschreibungen** bleibt ausgehend von 514 T€ im Jahr 2025 weitgehend konstant und entwickelt sich bis zum Jahr 2028. Lt. Aussage des Managements beziehen sich die Abschreibungen im Wesentlichen auf eine erworbene Buchhaltungs-Software.
- 156 Das **EBIT** beläuft sich im letzten Planjahr plangemäß auf 10.447 T€ mit einer EBIT-Marge i. H. v. 29,3 %. Eine Würdigung der Höhe sowie der geplanten Entwicklung der EBIT-Marge nehmen wir in Abschnitt 4.3.3.5 vor.
- 157 Insgesamt erachten wir die Planung des Segments Fondsverwaltung als Grundlage für die Berechnung der Abfindung für geeignet.

4.3.3.5. Fortschreibung und Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisses

- 158 Ausgehend vom letzten Planjahr 2028 wurden die Ergebnisse der Jahre 2029 ff. grundsätzlich mit der nachhaltig angenommenen Wachstumsrate von 0,5 % vom Bewertungsgutachter fortentwickelt. Das nachhaltige Ergebnis wurde bewertungstechnisch korrekt abgeleitet. Zu der vom Bewertungsgutachter angesetzten Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate nehmen wir in Abschnitt 4.5.3 Stellung.
- 159 Der Bewertungsgutachter hat das EBIT des Segments Fondsverwaltung nachhaltig so ausgesteuert, dass eine EBIT-Marge (bezogen auf die Nettoprovisionen) i. H. v. 29,0 % ausgewiesen wird. Diese Marge liegt innerhalb der vom Bewertungsgutachter abgeleiteten Bandbreite von EBIT-Margen (bezogen auf die Umsatzerlöse) von börsennotierten Vergleichsunternehmen.
- 160 Wir haben die nachhaltig angesetzte EBIT-Marge anhand der von uns abgeleiteten Peer Group wie folgt gewürdigt. Zunächst haben wir abweichend vom Bewertungsgutachter die EBIT-Marge im Verhältnis zu den Nettoprovisionen, sofern Daten verfügbar waren, abgeleitet. Dafür haben wir anhand der Jahresabschlüsse der Peer Group die historischen Nettoprovisionen ermittelt und diese anhand der von Analystenschätzungen prognostizierten Umsatzwachstumsraten fortgeschrieben. Dabei wird implizit unterstellt, dass das Verhältnis der Provisionsaufwendungen zu den Provisionserlösen in der Zukunft konstant bleibt. Die so abgeleiteten Nettoprovisionen haben wir anschließend ins Verhältnis zum EBIT (Quelle: S&P Capital IQ) gesetzt. Die abgeleitete Bandbreite einer EBIT-Marge (bezogen auf die Nettoprovisionen) der Peer Group Unternehmen für die Jahre 2023 bis 2028 ist im Verhältnis zu der historischen und geplanten EBIT-Marge (bezogen auf die Nettoprovisionen) sowie der angesetzten, nachhaltigen EBIT-Marge des Segments Fondsverwaltung nachfolgend dargestellt:

Abbildung 2: Benchmarking der EBIT-Marge des Segments Fondsverwaltung



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Jahresabschlüssen der Peer Group Unternehmen sowie Unternehmensinformationen, S&P Capital IQ (Stand: 01.05.2026).

- 161 Die Peer Group weist eine historische Bandbreite von EBIT-Margen zwischen dem 1. und 3. Quantil von 27,6 % bis 45,4 % auf. Die EBIT-Marge des Segments Fondsverwaltung lag gem. Hochrechnung 09/25 innerhalb der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen. Die Unternehmensplanung unterstellt zunächst eine Reduzierung der EBIT-Marge ausgehend von 29,5 % gem. Hochrechnung 09/25 auf 26,7 % im Jahr 2026 und anschließend eine Steigerung auf 29,3 % im letzten Planjahr 2028. Nachhaltig hat der Bewertungsgutachter eine EBIT-Marge i. H. v. 29,0 % angesetzt. Die im letzten Planjahr sowie nachhaltige EBIT-Marge liegt unterhalb des Medians der Peer Group-Unternehmen.
- 162 In der Unternehmensplanung des Segments Fondsverwaltung werden keine Investitionen in Zukunftstechnologien, wie z. B. künstlicher Intelligenz berücksichtigt. Verglichen mit den börsennotierten Vergleichsunternehmen liegt die capsensixx mit ihrer Investitionsquote im Verhältnis zu den Nettoprovisionen am unteren Ende der Bandbreite.
- 163 Im Verhältnis zu den EBIT-Margen der Peer Group-Unternehmen erscheint die geplante EBIT-Marge und nachhaltig, angesetzte EBIT-Marge unter Berücksichtigung des im Marktumfelds gegebenen Margendruckes aufgrund von Skaleneffekten durch größere Marktteilnehmer sowie höheren Investitionen von Wettbewerbern in künstliche Intelligenz angemessen.

4.3.3.6. Finanzergebnis

- 164 Der Bewertungsgutachter hat das Finanzergebnis nicht geplant, da die Finanzanlagen als Sonderwert (vgl. Rz. 275) berücksichtigt wurden. Wesentliche Finanzschulden bestehen zum Bewertungszeitpunkt nicht.

4.3.3.7. Unternehmensteuern

- 165 Als Unternehmensteuern hat der Bewertungsgutachter für das Segment Fondsverwaltung eine Ertragsteuerquote von 25,52 % angesetzt, da die wesentlichen Gesellschaften des Segments (Axxion S.A., navAXX S.A. und IT4Funds S.A.) in Luxemburg ansässig sind.

- 166 Wir haben die Steuerrechnung rechnerisch und inhaltlich geprüft und erachten die Berechnung der Unternehmensteuern im Ergebnis für sachgerecht. Den angesetzten Steuersatz haben wir anhand der historischen Steuerquote verplausibilisiert.

4.3.3.8. Plan-Gewinn- und Verlustrechnung inkl. nachhaltigem Ergebnis

- 167 Der abgeleitete Fortschreibungszeitraum und die ewige Rente stellen sich bis zum Jahresergebnis für das Segment Fondsverwaltung gem. dem Bewertungsgutachter wie folgt dar:

Tabelle 14: Plan-Gewinn- und Verlustrechnung für das Segment Fondsverwaltung inkl. nachhaltigem Ergebnis

T€	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033TV
Nettoprovisionen	31.552	34.054	35.677	35.856	36.035	36.215	36.396	36.578
Sonstiger betrieblicher Ertrag	570	582	593	596	599	602	605	608
Personalaufwand	-12.822	-13.591	-14.406	-14.478	-14.551	-14.624	-14.697	-14.770
Verwaltungsaufwand	-10.348	-10.664	-10.877	-10.931	-10.986	-11.041	-11.096	-11.152
EBITDA	8.952	10.382	10.987	11.042	11.098	11.153	11.209	11.265
Abschreibungen	-531	-540	-540	-644	-647	-651	-654	-657
EBIT	8.421	9.841	10.447	10.398	10.450	10.502	10.555	10.608
Finanzergebnis	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
EBT	8.421	9.841	10.447	10.398	10.450	10.502	10.554	10.607
Ertragsteuern	-2.149	-2.511	-2.666	-2.653	-2.667	-2.680	-2.693	-2.707
Jahresergebnis	6.272	7.330	7.781	7.744	7.783	7.822	7.861	7.900
KPIs								
Nettoprovisionen yoy%	-13,7%	7,9%	4,8%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
EBITDA-Marge	28,4%	30,5%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%
EBIT-Marge	26,7%	28,9%	29,3%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des Gutachtens von EY vom 07.05.2026.

4.3.4. Planung des Segments Verbriefung

4.3.4.1. Historische Vermögens- und Ertragslage

Vermögenslage

168 Das Segment Verbriefung umfasst die Gesellschaft Oaklet GmbH zusammen mit ihrer 100 %-igen luxemburgischen Tochtergesellschaft Oaklet S.A.

169 Der Bewertungsgutachter stellt die Vermögenslage des Segments Verbriefung für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nicht dar.

170 Da die Planung nach luxemburgischem Rechnungslegungsstandard bzw. HGB erfolgt, haben wir die Vermögens- und Ertragslage anhand der vorgelegten Prüfungsberichte und Jahresabschlüsse nach luxemburgischem Rechnungslegungsstandard sowie nach HGB analysiert. Auskunftsgemäß gibt es keine wesentlichen Konsolidierungen innerhalb des Teilkonzerns. Daher haben wir die Positionen der Bilanzen des Segments Verbriefung gemäß der vorgelegten Prüfungsberichte und Jahresabschlüsse summiert und wie folgt zusammengefasst:

Tabelle 15: Summenbilanz des Segments Verbriefung der Jahre 2023 – 2025

T€	2023A	2024A	2025A
Immaterielle Vermögensgegenstände	3	1	0
Sachanlagen	77	48	19
Finanzanlagen	3.295	3.130	3.511
Anlagevermögen	3.375	3.179	3.530
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.454	1.983	2.424
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	13	13	-
Forderungen gegen Unternehmen mit Beteiligungsverhältnis	-	-	30
Sonstige Vermögensgegenstände	509	688	360
Liquide Mittel	1.503	1.768	3.065
Umlaufvermögen	4.480	4.453	5.879
ARAP	36	18	25
Summe Aktiva	7.890	7.650	9.433
Eigenkapital	6.894	6.913	8.616
Steuerrückstellungen	-	-	8
Sonstige Rückstellungen	696	542	609
Rückstellungen	696	542	617
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	2	3	2
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	72	112	13
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	103	-	-
Sonstige Verbindlichkeiten	123	81	186
Verbindlichkeiten	300	196	201
Summe Passiva	7.890	7.650	9.433

Quelle: Einzelabschlüsse der Oaklet GmbH und Oaklet S.A. zum 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025.

171 Ausgehend von 7.890 T€ zum 31.12.2023 sinkt die Bilanzsumme zunächst im Jahr 2024 und steigt dann wieder auf 9.433 T€ zum 31.12.2025, primär getrieben durch den Anstieg der liquiden Mittel auf der Aktivseite. Auf der Passivseite hat sich insbesondere die Position Eigenkapital erhöht.

172 Die **Aktivseite** setzt sich vor allem aus Finanzanlagen, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und liquiden Mitteln zusammen. Die Finanzanlagen setzen sich im Jahr 2025 vor allem aus Ausleihungen der Oaklet GmbH an die UF Beteiligungs UG, mit der ein Beteiligungsverhältnis bis

Juli 2025 bestand (2.122 T€), und Wertpapieren der Oaklet GmbH (967 T€) zusammen. Der Anstieg der Finanzanlagen ausgehend vom 31.12.2024 zum 31.12.2025 ist wesentlich durch einen gestiegenen Wertpapierbestand bei der Oaklet GmbH begründet. Die liquiden Mittel sind von 1.503 T€ zum 31.12.2023 auf 3.065 T€ zum 31.12.2025 gestiegen, davon 1.719 T€ bei der Oaklet GmbH und 1.346 T€ bei der Oaklet S.A.

- 173 Die **Passivseite** setzt sich im Wesentlichen aus dem Eigenkapital zusammen, das auf 8.616 T€ zum 31.12.2025 gestiegen ist. Davon entfallen 7.037 T€ auf die Oaklet GmbH und 1.579 T€ auf die Oaklet S.A. Der Anstieg gegenüber dem Vorjahr resultiert vor allem aus einer höheren Kapitalrücklage sowie dem Bilanzgewinn der Oaklet GmbH. Die im Jahr 2025 ausgewiesenen Rückstellungen betreffen überwiegend Personalkosten.

Ertragslage

- 174 Der Bewertungsgutachter stellt die Ertragslage des Segments Verbriefung für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 gemäß IFRS dar. Wir haben die Darstellung der Vergangenheitsergebnisse des Bewertungsgutachters mit den uns zur Verfügung gestellten Unterlagen gemäß IFRS sowie ergänzender Informationen abgeglichen und nachvollzogen.
- 175 Analog zur Vermögenslage haben wir die Ertragslage des Segments Verbriefung für die Jahre 2023 – 2025 gemäß luxemburgischem Rechnungslegungsstandard und HGB ermittelt. Auskunfts-gemäß liegt vorliegend die wesentliche Abweichung zwischen den Rechnungslegungsstandards in einer unterschiedlichen Behandlung der Leasingaufwendungen, sodass auf Ebene des EBIT lediglich unwesentliche Abweichungen vorliegen. In den einzelnen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung kommt es zu unterschiedlichen Klassifizierungen, sodass diese nicht mit der von dem Bewertungsgutachter gezeigten GuV vergleichbar sind:

Tabelle 16: Gewinn- und Verlustrechnung des Segments Verbriefung der Jahre 2023 – 2025

T€	2023A	2024A	2025A	CAGR '23-'25
Nettoprovisionen	5.434	5.304	4.988	-4,2%
Sonstiger betrieblicher Ertrag	159	146	374	53,5%
Personalaufwand	-3.111	-2.820	-2.801	-5,1%
Verwaltungsaufwand	-1.133	-1.041	-811	-15,4%
EBITDA	1.349	1.588	1.750	13,9%
Abschreibungen	-85	-53	-87	1,1%
EBIT	1.264	1.536	1.663	14,7%
Finanzergebnis	523	-98	37	-73,3%
EBT	1.787	1.438	1.700	-2,5%
Ertragsteuern	-585	-452	-524	-5,3%
Sonstige Steuern	-1	-7	0	-68,9%
Jahresergebnis	1.200	979	1.176	-1,0%
KPIs				
Nettoprovisionen yoy%	n/a	-2,4%	-6,0%	
sbE (in % der Nettoprovisionen)	2,9%	2,7%	7,5%	
Personalaufwand (in % der Nettoprovisionen)	57,3%	53,2%	56,2%	
Verwaltungsaufwand (in % der Nettoprovisionen)	20,9%	19,6%	16,3%	
EBITDA-Marge (in % der Nettoprovisionen)	24,8%	29,9%	35,1%	
EBIT-Marge (in % der Nettoprovisionen)	23,3%	29,0%	33,3%	

Quelle: Einzelabschlüsse der Oaklet GmbH und Oaklet S.A. zum 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025.

- 176 Die **Nettoprovisionen** sind ausgehend von 5.434 T€ im Jahr 2023 auf 4.988 T€ im Jahr 2025 um durchschnittlich 4,2 % p. a. gesunken. Die Nettoprovisionen im Jahr 2025 entfielen zu 76,6 % auf die Oaklet GmbH und zu 23,4 % auf die Oaklet S.A. Hintergrund für den Abfall ist insbesondere der Rückgang der Nettoprovisionen bei der Oaklet GmbH im Jahr 2025 um 586 T€.
- 177 Der **Personalaufwand** sank ausgehend von 3.111 T€ im Jahr 2023 auf 2.801 T€ im Jahr 2025. Die Personalaufwandsquote sank im gleichen Zeitraum von 57,3 % (2023) auf 56,2 % (2025), was u. a. auf geringere Geschäftsführergehälter der GmbH-Gesellschafter, Tantiemen der Arbeitnehmer sowie geringere freiwillige soziale Aufwendungen in der Oaklet GmbH zurückzuführen ist. Gleichzeitig stieg der Personalaufwand in der Oaklet S.A. aufgrund der Erhöhung des Personalbestands leicht an.
- 178 Der **Verwaltungsaufwand** sank im Jahr 2025 auf 811 T€, was vor allem durch einen Rückgang der Aufwendungen für Reparaturen und Instandhaltungen, Werbe- und Reisekosten und Kosten der Warenabgabe bei der Oaklet GmbH verursacht wurde.
- 179 Da die Kosten vergleichsweise stärker sanken als die Nettoprovisionen, stieg das **EBIT** somit von 1.264 T€ im Jahr 2023 auf 1.663 T€ im Jahr 2025 um durchschnittlich 14,7 % an. Die EBIT-Marge verbesserte sich von 23,3 % (2023) auf 33,3 % (2025).
- 180 Das **Finanzergebnis** sank im Jahr 2025 aufgrund geringerer Erträge aus Ausleihungen auf 37 T€. Die Erträge aus Beteiligungen, die der Oaklet GmbH zufließen, haben wir im Betrachtungszeitraum eliminiert, um eine Doppelerfassung des Ergebnisses der Tochtergesellschaft zu vermeiden. Somit fällt das **EBT** mit 1.700 T€ im Jahr 2025 niedriger aus als in 2023 (1.787 T€).

4.3.4.2. Analyse der Vergangenheitsergebnisse: Normalisierungen und Bereinigungen

- 181 Zum Zwecke der Vergleichbarkeit von Planung und Vergangenheitsergebnissen ist es üblich, eine Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse um einmalige bzw. außergewöhnliche Vorgänge

durchzuführen. Der Bewertungsgutachter hat für das Segment Verbriefung keine Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse vorgenommen.

182 Anhand der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen haben wir die folgenden Bereinigungen vorgenommen:

- Sonstige betriebliche Erträge aus Versicherungsentschädigungen (2023: 53 T€), der Auflösung betrieblicher Rückstellungen (2023: 50 T€; 2024: 31 T€; 2025: 44 T€), einer Kostenerstattung (2024: 52 T€), aus der Anpassung der Mehrwertsteuer 2020-2023 (2025: 186 T€), eines Sachanlagenverkaufs (2023: 1 T€), eines Verkaufs von Finanzanlagen (2025: 74 T€) sowie eines Investitionszuschusses (2023: 3 T€);
- Eliminierung eines Forderungsverlusts aus den Verwaltungskosten (2023: 26 T€);
- Eliminierung von außerplanmäßigen Abschreibungen auf Finanzanlagen aus dem Finanzergebnis (2024: 190 T€; 2025: 22 T€).

183 Die bereinigte Ertragslage der Jahre 2023 – 2025 stellt sich somit wie folgt dar:

Tabelle 17: Bereinigung der historischen Ertragslage des Segments Verbriefung

T€	2023A	2024A	2025A	Bereinigungen			2023A	2024A	2025A
				2023A	2024A	2025A	adj.	adj.	adj.
Nettoprovisionen	5.434	5.304	4.988				5.434	5.304	4.988
Sonstiger betrieblicher Ertrag	159	146	374	-106	-83	-304	52	63	70
Personalaufwand	-3.111	-2.820	-2.801				-3.111	-2.820	-2.801
Verwaltungsaufwand	-1.133	-1.041	-811	26			-1.107	-1.041	-811
EBITDA	1.349	1.588	1.750	-81	-83	-304	1.268	1.505	1.446
Abschreibungen	-85	-53	-87				-85	-53	-87
EBIT	1.264	1.536	1.663	-81	-83	-304	1.183	1.453	1.359
Finanzergebnis	523	-98	37	0	190	22	523	92	59
EBT	1.787	1.438	1.700	-81	107	-282	1.706	1.545	1.418

Quelle: Einzelabschlüsse der Oaklet GmbH und Oaklet S.A. zum 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025.

4.3.4.3. Planungstreue

184 Zur Analyse der Planungstreue stellt der Bewertungsgutachter die Planungsrechnungen der Jahre 2023 – 2025 den Ist-Zahlen gegenüber. Die Analyse hat jedoch nur eingeschränkte Aussagekraft, da die geplanten Zahlen nach luxemburgischem Rechnungslegungsstandard bzw. HGB den Ist-Zahlen nach IFRS gegenübergestellt werden.

185 Wir haben ebenfalls eine Analyse der Planungstreue für die Planung des jeweiligen Geschäftsjahres vorgenommen, wobei wir den Planzahlen nach luxemburgischem Rechnungslegungsstandard und HGB die bereinigten Ist-Zahlen nach luxemburgischem Rechnungslegungsstandard und HGB gegenübergestellt haben.

186 Im gesamten Zeitraum wird das Finanzergebnis zusammen mit dem sonstigen betrieblichen Ertrag geplant. Somit weicht das EBITDA in der folgenden Analyse vom im vorherigen Kapitel dargestellten EBITDA ab.

Tabelle 18: Plan-Ist-Vergleich des Segments Verbriefung für die Geschäftsjahre 2023 – 2025

T€	2023P	2023A	Δ	Δ %	2024P	2024A	Δ	Δ %	2025P	2025A	Δ	Δ %
		adj.	abs.			adj.	abs.			adj.	abs.	
Nettoprovisionen	4.935	5.434	499	10,1%	4.906	5.304	399	8,1%	4.975	4.988	14	0,3%
Sons. betr. Ertr.+Finanzerg.	71	575	504	711%	70	155	85	122%	242	129	-113	-46,8%
Personalaufwand	-2.778	-3.111	-333	12,0%	-2.678	-2.820	-143	5,3%	-2.728	-2.801	-73	2,7%
Verwaltungsaufwand	-1.017	-1.107	-90	8,9%	-1.260	-1.041	219	-17,4%	-1.345	-811	534	-39,7%
EBITDA+Finanzergebnis	1.211	1.791	580	47,9%	1.037	1.597	560	54,0%	1.144	1.505	361	31,6%
Abschreibungen	-180	-85	95	-52,8%	-41	-53	-12	29,5%	-42	-87	-44	105%
EBT	1.031	1.706	675	65,5%	997	1.545	548	55,0%	1.101	1.418	317	28,8%

Quelle: Einzelabschlüsse der Oaklet GmbH und Oaklet S.A. zum 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025; Unternehmensplanungen der Jahre 2023-2025.

- 187 Die erzielten Nettoprovisionen sanken im Zeitraum 2023 – 2025, jedoch wurden die Planwerte jeweils übertroffen. Im Jahr 2025 wichen die Plan- und Ist-Zahlen mit 0,3 % am geringsten voneinander ab. Der Bewertungsgutachter führt die Abweichungen auf außerordentliche, unterjährige Performancebeiträge zurück.
- 188 Der angefallene Personalaufwand ist in allen Jahren höher als erwartet gewesen, jedoch nähern sich im Betrachtungszeitraum die Plan- und Istwerte einander an und im Jahr 2025 betrug die Abweichung lediglich 2,7 %. Während der geplante Verwaltungsaufwand im Jahr 2023 überschritten wurde, lag er in den Jahren 2024 und 2025 unterhalb des Planwerts. Der Bewertungsgutachter führt die Abweichungen im Betrachtungszeitraum auf außergewöhnlich hohe Rechtsberatungskosten zurück, die im Jahr 2025 auch in der Planung berücksichtigt wurden, jedoch nicht in voller Höhe anfielen.
- 189 Im Ergebnis wurde das geplante EBT in allen Jahren übertroffen, was hauptsächlich auf die hohen Nettoprovisionen zurückzuführen ist. Die Abweichung zwischen Plan und Ist nahm während des Betrachtungszeitraums ab und lag im Jahr 2025 bei rd. 29 %. Die Planung erscheint somit eher konservativ.
- 190 Der Bewertungsgutachter hat zusätzlich einen Vergleich der Mehrjahresplanung aus 2024 und 2025 durchgeführt. Wir haben die Darstellung des Vergleiches des Bewertungsgutachters mit den uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie ergänzenden Informationen abgeglichen und nachvollzogen.

Tabelle 19: Vergleich der Mehrjahresplanungen 2024 und 2025

T€	2025P	2026P	2027P	2026P	2027P	2028P	2026	2026	2027	2027
							Δ abs.	Δ %	Δ abs.	Δ %
Nettoprovisionen	4.975	5.088	5.068	5.000	4.600	4.700	-88	-1,7%	-468	-9,2%
Sons. betr. Ertr. + Finanzerg.	242	242	222	170	150	140	-72	-29,8%	-72	-32,4%
Personalaufwand	-2.728	-2.732	-2.623	-2.729	-2.642	-2.706	3	-0,1%	-19	0,7%
Verwaltungsaufwand	-1.345	-1.345	-1.345	-1.225	-1.153	-1.182	120	-8,9%	192	-14,3%
EBITDA + Finanzergebnis	1.144	1.253	1.322	1.216	955	952	-37	-2,9%	-367	-27,8%
Abschreibungen	-42	-42	-42	-80	-80	-80	-38	88,7%	-38	88,7%
EBT	1.101	1.211	1.279	1.136	875	872	-75	-6,2%	-405	-31,6%

Quelle: Mehrjahresplanungen auf Basis 09.2024 und 09.2025.

- 191 Der Konsistenzhalber wird darauf hingewiesen, dass das Finanzergebnis erst in der Planung 2025 separat geplant wurde, während es in der Planung 2024 in den sonstigen betrieblichen Erträgen ausgewiesen war.
- 192 Bei dem Vergleich der Jahre 2026 und 2027 zeigt sich, dass die Nettoprovisionen in der Mehrjahresplanung 2025 zurückhaltender geplant wurden als in 2024. Der Bewertungsgutachter nennt die

auslaufenden Projekte als Ursache hierfür. Auch der Verwaltungsaufwand wurde geringer geplant, was der Bewertungsgutachter auf Effizienzgewinne aufgrund von Automatisierung und Digitalisierung zurückführt.

193 Im Ergebnis plant die Gesellschaft in der Mehrjahresplanung aus dem Jahr 2025 das EBT für das Jahr 2026 um 6,2 % und für 2027 um 31,6 % geringer und somit zurückhaltender als in der Planung aus dem Jahr 2024.

4.3.4.4. Operative Ertragsplanung

194 Der Bewertungsgutachter hat die für die Geschäftsjahre 2026 bis 2028 erstellte Planungsrechnung des Segments Verbriefung bis zum EBIT übernommen.

195 Vor dem Hintergrund, dass die in der Vergangenheitsanalyse aufsummierte Gewinn- und Verlustrechnung Konsolidierungseffekte enthält, die sich insbesondere auf die Nettoprovisionen und den Verwaltungsaufwand auswirken, werden nachfolgend die Planzahlen der Hochrechnung für das Jahr 2025 mit Stand September 2025 gegenübergestellt, auf denen die Unternehmensplanung basiert. Die Konsolidierungseffekte der Vergangenheit gleichen sich auf EBIT-Ebene aus. Aus dem Vergleich der Hochrechnung mit den summierten Ist-Zahlen auf Ebene des EBIT wird deutlich, dass keine wesentliche Planabweichung im letzten Quartal 2025 vorliegt und diese somit als Aufsatzzpunkt für die Unternehmensplanung sachgerecht sind.

196 Der Bewertungsgutachter hat den Planzahlen die Ist-Zahlen nach IFRS gegenübergestellt, was aufgrund von unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards insbesondere zu Abweichungen im Verwaltungsaufwand und den Abschreibungen führt.

197 Die der Bewertung zugrunde gelegte Gewinn- und Verlustrechnung des Segments Verbriefung bis zum EBIT stellt sich im Vergleich zu den bereinigten Vergangenheitsergebnissen wie folgt dar:

Tabelle 20: Unternehmensplanung des Segments Verbriefung

T€	2025A adj.	2025HR Basis 09	2026P	2027P	2028P	CAGR '25HR - '28
Nettoprovisionen	4.988	5.330	5.000	4.600	4.700	-4,1%
Sonstiger betrieblicher Ertrag	70	316	70	70	70	-39,5%
Personalaufwand	-2.801	-2.996	-2.729	-2.642	-2.706	-3,3%
Verwaltungsaufwand	-811	-1.138	-1.225	-1.153	-1.182	1,3%
EBITDA	1.446	1.512	1.116	875	882	-16,4%
Abschreibungen	-87	-88	-80	-80	-80	-3,2%
EBIT	1.359	1.424	1.036	795	802	-17,4%
KPIs						
Nettoprovisionen yoy%	-6,0%	n/a	-6,2%	-8,0%	2,2%	
Personalaufwand (in % der Nettoprovisionen)	56,2%	56,2%	54,6%	57,4%	57,6%	
Verwaltungsaufwand (in % der Nettoprovisionen)	16,3%	21,4%	24,5%	25,1%	25,1%	
EBITDA-Marge (in % der Nettoprovisionen)	29,0%	28,4%	22,3%	19,0%	18,8%	
EBIT-Marge (in % der Nettoprovisionen)	27,2%	26,7%	20,7%	17,3%	17,1%	

Quelle: Unternehmensplanung für die Jahre 2026 bis 2028; Gutachten von EY vom 07.05.2026. Für Darstellungszwecke wurde die Hochrechnung der Zahlen für das Jahr 2025 mit Stand September, die der Planung als Aufsatzzpunkt zugrunde gelegt wurden, gezeigt.

198 Die **Nettoprovisionen** im Segment Verbriefung sinken plangemäß aufgrund auslaufender Projekte in den Jahren 2026 und 2027 ausgehend von 5.330 T€ gem. Hochrechnung 09/25 zunächst kontinuierlich auf 4.600 T€ im Jahr 2027 und stabilisieren sich im Folgejahr im Wesentlichen auf diesem Niveau. Der resultierende Rückgang spiegelt lt. Aussage des Managements die aktuelle Phase erheblicher geschäftlicher Unsicherheit bei mehreren bestehenden und potenziellen Auftraggebern

aufgrund der anhaltenden Stresssituation in den Bereichen Private Debt und Strukturierte Verbriefungen. Gleichzeitig existiert lt. Gutachten von EY vom 07.05.2026 im Markt ein hoher Wettbewerbs- und Effizienzdruck, wobei die Ertragskraft der Service-Provider primär durch Skaleneffekte und operative Effizienz getrieben wird. Da das Management kurzfristig keine Markterholung erwartet, stehen den auslaufenden Projekten in der Ertragsplanung für die Jahre 2026 und 2027 nur Neuprojekte in deutlich geringerem Umfang gegenüber. Diese Einschätzung steht im Einklang mit den öffentlichen Berichterstattungen zu den EU-Initiativen zur (Wieder-)Belebung des Verbriefungsmarktes im Rahmen der Kapitalmarktunion. Konkret bleiben regulatorische Hürden in Europa im internationalen Vergleich weiterhin hoch und die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen wirken aktuell bremsend, sodass branchenseitig nicht von kurzfristigen Wachstumsimpulsen im europäischen Verbriefungsmarkt ausgegangen wird.¹¹

- 199 Der **sonstige betriebliche Ertrag** wird ausgehend von 70 T€ im Jahr 2025 (adj.) im gesamten Betrachtungszeitraum konstant geplant.
- 200 Der erwartete **Personalaufwand** schwankt im Betrachtungszeitraum leicht unterhalb des Niveaus von rd. 2,8 Mio. € aus dem Jahr 2025 (adj.). Der Effekt aus inflationsbedingten Gehaltsanpassungen und dem Netto-Wachstum um zwei FTE vor dem Hintergrund erwarteter erhöhter Compliance-, Risiko und IT-Controlling-Anforderungen in den Jahren 2026 und 2027 wird dabei lt. Management durch den Abgang eines Geschäftsführers sowie der Reduzierung des Stellenumfanges des verbleibenden Geschäftsführers um 20 % kompensiert. Durch die sich verschlechternde Ertragslage steigt die Personalkostenquote deutlich von 56,2 % im Jahr 2025 (adj.) auf zunächst 57,4 % im Jahr 2027 und stagniert dann in etwa auf diesem Niveau.
- 201 Der **Verwaltungsaufwand** sinkt plangemäß leicht von 1.138 T€ gem. Hochrechnung 09/25 auf 1.182 T€ im Jahr 2028. Geplant sind Effizienzmaßnahmen, durch die inflationsbedingtes Wachstum und höhere IT-Aufwendungen insgesamt überkompensiert werden sollen. Aufgrund der sinkenden Nettoprovisionen steigt die Verwaltungsaufwandsquote dennoch von 21,4 % gem. Hochrechnung 09/25 auf 25,1 % im Jahr 2027 und stagniert dann auf diesem Niveau. Der Verwaltungsaufwand i. H. v. 811 T€ im Jahr 2025 (adj.) ist aufgrund von innerbetrieblichen Verrechnungen nicht vergleichbar.
- 202 Im Ergebnis wird für das **EBITDA** ein deutlicher Rückgang von 1.512 T€ gem. Hochrechnung 09/25 (1.446 T€ im Jahr 2025 (adj.)) auf 882 T€ im Jahr 2028 erwartet, was einem Rückgang um durchschnittlich 16,4 % p. a. entspricht. Entsprechend sinkt die EBITDA-Marge im gleichen Zeitraum von 28,4 % auf 18,8 %. Wesentlicher Treiber ist der geplante Rückgang der Nettoprovisionen.
- 203 Die **Abschreibungen** werden im Planungszeitraum auf einem im Vergleich zum Jahr 2025 (adj.) leicht niedrigeren Niveau konstant mit 80 T€ geplant.
- 204 Das geplante **EBIT** sinkt deutlich von 1.424 T€ gem. Hochrechnung 09/25 (1.359 T€ im Jahr 2025 (adj.)) auf 802 T€ im Jahr 2028, was einem Rückgang um durchschnittlich 17,4 % p. a. entspricht. Entsprechend sinkt die EBIT-Marge im gleichen Zeitraum von 26,7 % auf 17,1 %. Eine Würdigung dieser geplanten Entwicklung nehmen wir in Abschnitt 4.3.4.5 vor.
- 205 Insgesamt erachten wir die Planung des Segments Verbriefung als Grundlage für die Berechnung der Abfindung für geeignet.

¹¹ Vgl. Handelsblatt, EU will Verbriefungen erleichtern, 03.06.2025, URL: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/banken-eu-will-verbriefungen-erleichtern/100132614.html>; Schroders, EU-Verbriefungsreform: Vorbereitung auf die Zielstrecke, 28.01.2026, URL: <https://www.schroders.com/de-de/de/finanzberater/insights/eu-verbriefungsreform-vorbereitung-auf-die-zielstrecke/>.

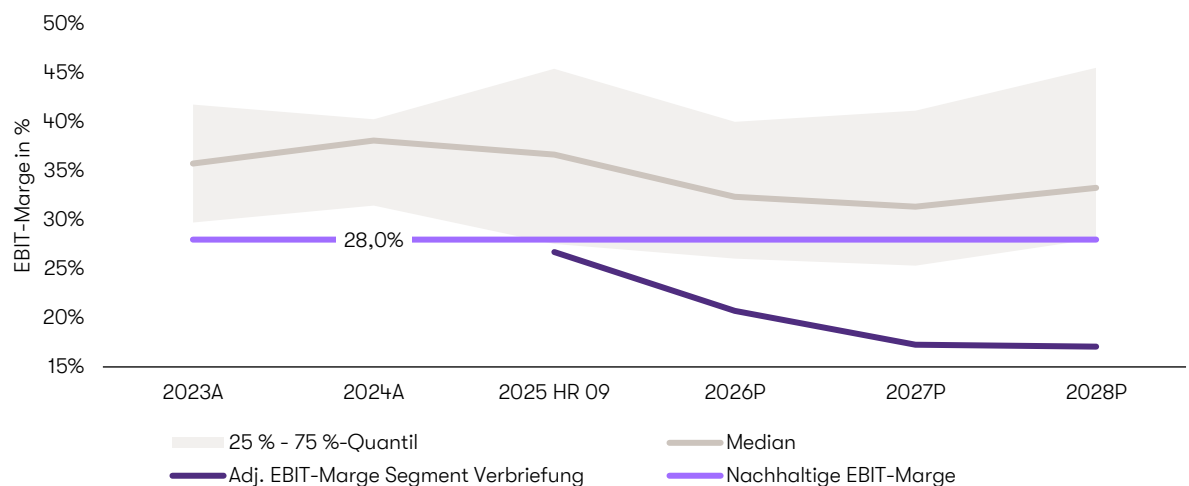
4.3.4.5. Fortschreibung und Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisses

206 Ausgehend vom letzten Planjahr 2028 wurden die Ergebnisse der Jahre 2029 ff. grundsätzlich mit der nachhaltig angenommenen Wachstumsrate von 0,5 % vom Bewertungsgutachter fortentwickelt. Das nachhaltige Ergebnis wurde bewertungstechnisch korrekt abgeleitet. Zu der vom Bewertungsgutachter angesetzten Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate nehmen wir in Abschnitt 4.5.3 Stellung.

207 Der Bewertungsgutachter hat das EBIT des Segments Verbriefung nachhaltig so ausgesteuert, dass eine EBIT-Marge (bezogen auf die Nettoprovisionen) i. H. v. 28,0 % ausgewiesen wird. Diese Marge liegt am unteren Ende der vom Bewertungsgutachter abgeleiteten Bandbreite von EBIT-Margen (bezogen auf die Umsatzerlöse) von börsengelisteden Vergleichsunternehmen.

208 Wir haben die nachhaltig angesetzte EBIT-Marge anhand der von uns abgeleiteten Peer Group wie folgt gewürdigt. Zunächst haben wir abweichend vom Bewertungsgutachter die EBIT-Marge im Verhältnis zu den Nettoprovisionen, sofern Daten verfügbar waren, abgeleitet. Dafür haben wir anhand der Jahresabschlüsse der Peer Group die historischen Nettoprovisionen ermittelt und diese anhand der von Analystenschätzungen prognostizierten Umsatzwachstumsraten fortgeschrieben. Dabei wird implizit unterstellt, dass das Verhältnis der Provisionsaufwendungen zu den Provisionserlösen in der Zukunft konstant bleibt. Die so abgeleiteten Nettoprovisionen haben wir anschließend ins Verhältnis zum EBIT (Quelle: S&P Capital IQ) gesetzt. Die abgeleitete Bandbreite der EBIT-Marge (bezogen auf die Nettoprovisionen) der Peer Group Unternehmen für die Jahre 2023 bis 2028 ist im Verhältnis zu der historischen und geplanten EBIT-Marge (bezogen auf die Nettoprovisionen) sowie der angesetzten, nachhaltigen EBIT-Marge des Segments Verbriefung nachfolgend dargestellt:

Abbildung 3: Benchmarking der EBIT-Marge des Segments Verbriefung



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Jahresabschlüssen der Peer Group Unternehmen sowie Unternehmensinformationen, S&P Capital IQ (Stand: 01.05.2026).

209 Die Peer Group weist eine historische Bandbreite von EBIT-Margen zwischen dem 1. und 3. Quantil von 27,6 % bis 45,4 % auf. Die EBIT-Marge des Segments Verbriefung lag gem. Hochrechnung 09/25 unterhalb der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen. Die Unternehmensplanung unterstellt eine Reduzierung der EBIT-Marge ausgehend von 26,7 % gem. Hochrechnung 09/25 auf 17,1 % im letzten Planjahr 2028. Die im Planungszeitraum von 2026 bis 2028 geplante EBIT-

Marge liegt deutlich unterhalb der Analystenschätzungen der EBIT-Marge der Peer Group-Unternehmen.

210 Nachhaltig hat der Bewertungsgutachter eine EBIT-Marge i. H. v. 28,0 % angesetzt, die somit oberhalb der historischen und deutlich oberhalb der geplanten Marge liegt. Die nachhaltige EBIT-Marge liegt am unteren Ende der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen.

211 Die im Planungszeitraum vergleichsweise niedrige EBIT-Marge führt der Bewertungsgutachter darauf zurück, dass das Segment eine Reduzierung der Nettoerlöse plant, die plangemäß nicht vollständig durch reduzierte Aufwendungen kompensiert werden. Diese Annahme ist vor dem Hintergrund eines hohen Fixkostenbestandteils sowie geringerer Skaleneffekte im Segment Verbriefung nachvollziehbar. Im Verhältnis zu den EBIT-Margen der Peer Group-Unternehmen erscheint die nachhaltig angesetzte EBIT-Marge unter Berücksichtigung des Margendrucks aufgrund von Skaleneffekten durch größere Marktteilnehmer so angemessen, jedoch vor dem Hintergrund der historisch beobachtbaren EBIT-Margen des Segments ambitioniert, insbesondere dadurch, dass in der Unternehmensplanung keine Investitionen berücksichtigt wurden, die einen Anstieg erklären könnten.

4.3.4.6. Finanzergebnis

212 Der Bewertungsgutachter hat das Finanzergebnis nicht geplant, da die Finanzanlagen als Sonderwert (vgl. Rz. 282) berücksichtigt wurden. Wesentliche Finanzschulden bestehen zum Bewertungszeitpunkt nicht.

4.3.4.7. Unternehmensteuern

213 Als Unternehmensteuern hat der Bewertungsgutachter für das Segment Verbriefung eine aufgrund der beschlossenen, steuerlichen Reform schrittweise, reduzierende Körperschaftsteuer in Höhe von 15,0 % auf 10,0 % ab 2032ff., den Solidaritätszuschlag auf die Körperschaftsteuer in Höhe von 5,5 % sowie die Gewerbesteuer berücksichtigt. Die Gewerbesteuer wurde unter Zugrundelegung des durchschnittlichen Hebesatzes der capsensixx AG in Höhe von 460 % berechnet.

214 Die in Luxemburg ansässige Oaklet S.A. hat lediglich einen unwesentlichen Anteil am Ergebnis vor Steuern, sodass der Ansatz eines geringeren, anteiligen Unternehmensteuersatz zu keinem wesentlich anderen Ergebnis führen würde.

215 Der Bewertungsgutachter nimmt vorliegend eine vereinfachte Steuerberechnung vor und berücksichtigt somit nicht etwaige Hinzurechnungen, Kürzungen oder inner-/außerbilanzielle Korrekturen. Auf Grundlage der zur Verfügung gestellten steuerlichen Unterlagen würde eine detaillierte Steuerplanung zu keinem wesentlich anderen Ergebnis führen.

216 Wir haben die Steuerrechnung rechnerisch und inhaltlich geprüft und erachten die Berechnung der Unternehmensteuern im Ergebnis für sachgerecht.

4.3.4.8. Plan-Gewinn- und Verlustrechnung inkl. nachhaltigem Ergebnis

217 Der abgeleitete Fortschreibungszeitraum und die ewige Rente stellen sich bis zum Jahresergebnis für das Segment Verbriefung gem. des Bewertungsgutachters wie folgt dar:

Tabelle 21: Plan-Gewinn- und Verlustrechnung für das Segment Verbriefung inkl. nachhaltigem Ergebnis

T€	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033TP
Nettoprovisionen	5.000	4.600	4.700	4.724	4.747	4.771	4.795	4.819
Sonstiger betrieblicher Ertrag	70	70	70	70	71	71	71	72
Personalaufwand	-2.729	-2.642	-2.706	-2.719	-2.733	-2.747	-2.760	-2.774
Verwaltungsaufwand	-1.225	-1.153	-1.182	-1.188	-1.194	-1.200	-1.206	-1.212
EBITDA	1.116	875	882	887	891	896	900	905
Abschreibungen	-80	-80	-80	436	438	440	442	445
EBIT	1.036	795	802	1.323	1.329	1.336	1.343	1.349
Finanzergebnis	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
EBT	1.036	795	802	1.323	1.329	1.336	1.342	1.349
Ertragsteuern	-331	-254	-248	-394	-382	-370	-358	-360
Jahresergebnis	705	541	555	928	947	966	985	990
KPIs								
Nettoprovisionen yoy%	-8,5%	-8,0%	2,2%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
EBITDA-Marge	22,3%	19,0%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%
EBIT-Marge	20,7%	17,3%	17,1%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des Gutachtens von EY vom 07.05.2026.

4.4. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoausschüttungen

218 Ausgangspunkt für die Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoausschüttungen ist der Jahresüberschuss. Auf dieser Basis wird das ausschüttungsfähige Ergebnis, die sog. Nettoausschüttung, abgeleitet.

219 Der Bewertungsgutachter hat bis zum Jahr 2031 weder erforderliche Thesaurierungen noch eine anderweitige Refinanzierung von Kapitalbedarfen unterstellt. Dadurch wird impliziert, dass die geplanten, jährlichen Entwicklungen der GuV nicht zu einer Veränderung der Bilanz bzw. zu einer Bindung oder Freisetzung von Kapital führen. Capsensixx erstellt aussagegemäß keine Bilanzplanung. Ab dem Jahr 2031 wurde eine Thesaurierung für nachhaltiges Bilanzwachstum berücksichtigt.

220 Diese Annahme stellt eine bewertungstechnische Vereinfachung dar. Abweichend vom Bewertungsgutachter haben wir auf Basis von historischen Kennzahlen die Bilanz zum 31.12.2025 für den Planungszeitraum fortentwickelt und auf dieser Basis frei verfügbares Kapital über eine Sonderausschüttung sowie den Kapitalbedarf über eine Thesaurierung abgebildet.

221 Die Axxion S.A. ist als regulierte Kapitalverwaltungsgesellschaft tätig und unterliegt daher den Mindestkapitalanforderungen gem. Art. 9 AIFMD. Daher haben wir zusätzlich bei dem Segment Fondsverwaltung regulatorisch notwendige Kapitalbedarfe mittels Thesaurierung berücksichtigt.

222 Grundsätzlich sind gem. § 8b Abs. 1 i. V. m. Abs. 5 KStG lediglich 95 % der Dividendenerträge der Axxion S.A. und der Oaklet GmbH auf Ebene der capsensixx AG steuerbefreit. Da die capsensixx AG auch unter Berücksichtigung von 5 % der Dividendenerträge ein negatives EBT aufweist und einen Steueraufwand von 0 € hat, wird von dem Bewertungsgutachter richtigerweise keine 5 %-ige Besteuerung der Dividendenerträge unterstellt.

223 Der Bewertungsgutachter hat eine abschmelzende Ausschüttungsquote von 100 % im Jahr 2026, 80 % im Jahr 2027 und ab 2028 ff. i. H. v. 50 % bezogen auf den Jahresüberschuss angesetzt. Diese Quote orientiert sich an durchschnittlichen Dividendenausschüttungen für DAX- und MDAX-Unternehmen. Der nach Ausschüttung verbleibende Teil des Jahresüberschusses wird als

- Wertbeitrag aus Thesaurierung fiktiv thesauriert. Eine Thesaurierung für nachhaltiges Bilanzwachstum wurde i. H. v. 0,5 % des Eigenkapitals berücksichtigt.
- 224 Die vom Bewertungsgutachter angesetzte Ausschüttungsquote in Höhe von 50 % liegt innerhalb einer als angemessen zu beurteilenden Bandbreite.
- 225 Bei der Ableitung der persönlichen Einkommensteuer wurden von dem Bewertungsgutachter die steuerlichen Konsequenzen für die Beträge berücksichtigt, die ausgeschüttet (Wertbeitrag aus Ausschüttungen) oder fiktiv thesauriert (Wertbeitrag aus Thesaurierung) werden bzw. die zu inflationsbedingten Kursgewinnen führen.
- 226 Zur Berechnung der persönlichen Einkommensteuer auf die Dividendenausschüttungen wurde von dem Bewertungsgutachter ein persönlicher Einkommensteuersatz (Abgeltungssteuer) inkl. Solidaritätszuschlag in Höhe von 26,38 % verwendet.
- 227 Hinsichtlich des Wertbeitrags der fiktiven Thesaurierung hat der Bewertungsgutachter vereinfachend unterstellt, dass diese den Anteilseignern unter Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer unmittelbar zufließen. Bei der Berechnung der persönlichen Besteuerung hat der Bewertungsgutachter angenommen, dass der Wertbeitrag der fiktiven Thesaurierung nachhaltig zu kontinuierlichen Wertsteigerungen führt, die letztlich in Zukunft einer Abgeltungssteuer von ebenfalls 26,38 % unterliegen werden. Diese latente Steuerlast wurde durch den Ansatz des hälftigen Abgeltungssteuersatzes inkl. Solidaritätszuschlag in Höhe von 13,19 % (Kursgewinnsteuer) auf den Wertbeitrag der fiktiven Thesaurierung berücksichtigt.
- 228 Die beschriebene Vorgehensweise zur Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse ist nachvollziehbar. Von der rechnerischen Richtigkeit haben wir uns überzeugt.
- 229 Abweichend vom Bewertungsgutachter haben wir, wie oben beschrieben, ein Bilanzwachstum im Planungszeitraum vereinfacht modelliert. Vor diesem Hintergrund ist nachfolgend die von uns durchgeführte, konkrete Ableitung der erwarteten Nettoausschüttungen aus dem Jahresüberschuss je Segment abgebildet:

Tabelle 22: Ableitung der Nettoausschüttungen – capsensixx AG

T€	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033TV
Jahresüberschuss	-666	-699	-734	-738	-741	-745	-749	-753
Ausschüttungen (+) / Thesaurierung (-)	-81	-6	-6	-1	-1	-1	-1	1
Bruttoausschüttung	-747	-705	-740	-738	-742	-746	-749	-751
Wertbeitrag aus Ausschüttung	-747	-564	-370	-369	-371	-373	-375	-376
Wertbeitrag aus Thesaurierung	-	-141	-370	-369	-371	-373	-375	-376
Abgeltungssteuer	197	149	98	97	98	98	99	99
Kursgewinnsteuer	-	19	49	49	49	49	49	50
Nettoausschüttung	-550	-537	-593	-592	-595	-598	-601	-603

Quelle: Eigene Berechnungen.

Tabelle 23: Ableitung der Nettoausschüttungen – Segment Fondsverwaltung

T€	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033TV
Jahresüberschuss	6.272	7.330	7.781	7.744	7.783	7.822	7.861	7.900
Ausschüttungen (+) / Thesaurierung (-)	397	-461	-363	-36	-36	-36	-36	-38
Bruttoausschüttung	6.669	6.868	7.418	7.709	7.747	7.786	7.825	7.862
Wertbeitrag aus Ausschüttung	6.669	5.495	3.709	3.854	3.874	3.893	3.912	3.931
Wertbeitrag aus Thesaurierung	-	1.374	3.709	3.854	3.874	3.893	3.912	3.931
Abgeltungsteuer	-1.759	-1.449	-978	-1.017	-1.022	-1.027	-1.032	-1.037
Kursgewinnsteuer	-	-181	-489	-508	-511	-513	-516	-518
Nettoausschüttung	4.910	5.238	5.951	6.184	6.215	6.246	6.277	6.307

Quelle: Eigene Berechnungen.

Tabelle 24: Ableitung der Nettoausschüttungen – Segment Verbriefung

T€	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033TV
Jahresüberschuss	705	541	555	928	947	966	985	990
Ausschüttungen (+) / Thesaurierung (-)	140	203	-48	-11	-11	-11	-12	-12
Bruttoausschüttung	846	744	506	917	935	954	973	978
Wertbeitrag aus Ausschüttung	846	595	253	458	468	477	487	489
Wertbeitrag aus Thesaurierung	-	149	253	458	468	477	487	489
Abgeltungsteuer	-223	-157	-67	-121	-123	-126	-128	-129
Kursgewinnsteuer	-	-20	-33	-60	-62	-63	-64	-64
Nettoausschüttung	623	567	406	735	750	765	781	784

Quelle: Eigene Berechnungen.

230

Aufgrund der von uns berücksichtigten, vereinfachten Fortentwicklung der Bilanz liegen die von uns abgeleiteten Nettoausschüttungen im ersten Planjahr bei der capsensixx und dem Segment Fondsverwaltung unterhalb und bei dem Segment Verbriefung oberhalb der vom Bewertungsgutachter abgeleiteten Nettoausschüttungen.

4.5. Kapitalisierungszinssatz

- 231 Der Ertragswert wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz reflektiert dabei die Rendite einer Alternativinvestition, deren Zahlungsstrom im Hinblick auf die zeitliche Struktur, das Risiko und die Besteuerung als vergleichbar mit dem Zahlungsstrom einzuschätzen ist, den die Anteile des zu bewertenden Unternehmens vermitteln.
- 232 Ausgangsgröße für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist die Rendite einer langfristigen, risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Dieser Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der die mit einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens gegenüber einer Investition in ein risikofreies Zinspapier größere Unsicherheit über die Höhe der finanziellen Überschüsse abdecken soll. Bei der Ermittlung von Basiszinssatz und Risikozuschlag sind steuerliche Regelungen zu berücksichtigen. Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsfaktor gemindert (Wachstumsabschlag).
- 233 Den von dem Bewertungsgutachter für die Kapitalisierung der geplanten Ergebnisse verwendeten Kapitalisierungszinssatz haben wir für die einzelnen Bestandteile Basiszinssatz, Risikozuschlag und Wachstumsabschlag wie folgt geprüft:

4.5.1. Basiszinssatz

- 234 Der Basiszinssatz repräsentiert eine risikofreie und fristadäquate Alternativenanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Mit Blick auf ihren quasi-sicheren Charakter erfüllen in Deutschland Anleihen der öffentlichen Hand wegen fehlender Insolvenzfähigkeit der Emittenten weitestgehend die Forderung nach Risikofreiheit.
- 235 Bei der Bewertung eines Unternehmens mit einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer wäre als Basiszinssatz grundsätzlich die am Bewertungsstichtag zu erzielende Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand heranzuziehen (Laufzeitäquivalenz). Da solche ewigen Anleihen jedoch nicht vorliegen bzw. nicht gehandelt werden, kann hilfsweise aus der beobachteten Zinsstrukturkurve die theoretische Rendite für Anleihen mit unendlicher Laufzeit approximiert werden.
- 236 Die Deutsche Bundesbank veröffentlicht regelmäßig Schätzungen von Zinsstrukturkurven auf Basis der Kurse börsennotierter Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von bis zu rund 30 Jahren unter Verwendung der Svensson-Methode. Diese Zinsstrukturkurven bilden laufzeitspezifische Basiszinssätze (sog. Zerobond-Zinssatz) ab.
- 237 Für über 30 Jahre liegende Restlaufzeiten kann vor dem Hintergrund der allgemeinen Prognoseunsicherheit und der begrenzten Verwendbarkeit der Parameter der Schätzfunktion der Deutschen Bundesbank im Rahmen einer Extrapolation für weiter in der Zukunft liegende Zinsprognosen im Regelfall der für eine Restlaufzeit von 30 Jahren durchschnittlich ermittelte Zerobond-Zinssatz als nachhaltiger Schätzwert angesetzt werden.
- 238 Dieser Vorgehensweise ist der Bewertungsgutachter grundsätzlich gefolgt. Der Bewertungsgutachter ermittelt auf Grundlage der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten für einen Zeitraum von Februar bis April 2026 einen auf ¼-Prozentpunkte gerundeten Basiszinssatz vor Steuern i. H. v. 3,50 %.

239 Nach Berücksichtigung der typisierten persönlichen Ertragssteuern von 26,38 % (25,0 % Abgeltungssteuer zzgl. 5,5 % Solidaritätszuschlag) ergibt sich daraus ein Basiszinssatz nach persönlichen Ertragssteuern i. H. v. rd. **2,58 %**.

240 Wir halten den von dem Bewertungsgutachter verwendeten risikolosen Basiszinssatz von 2,58 % nach persönlichen Steuern für angemessen.

4.5.2. Risikozuschlag

241 Der Risikozuschlag dient der Abgeltung des bei einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens in Kauf zu nehmenden Risikos. Es ist davon auszugehen, dass Marktteilnehmer risikoscheu sind. Das heißt, dass sichere Erträge gegenüber Erwartungswerten von unsicheren Erträgen in derselben Höhe stets vorgezogen werden. Diese Risikoaversion kann durch einen Abschlag von den erwarteten Überschüssen (sog. Sicherheitsäquivalenzmethode) oder durch einen Risikozuschlag auf den Kapitalisierungszinssatz (sog. Risikozuschlagsmethode) berücksichtigt werden. Beide Methoden sind ineinander überführbar, in der Praxis wird Risikoaversion jedoch nahezu ausschließlich durch einen Zuschlag auf den Zinssatz berücksichtigt.

242 Aus diesem Grund eignen sich im Rahmen objektivierender Bewertungen Kapitalmarktmodelle wie das Capital Asset Pricing Model („CAPM“) und das auf dem CAPM aufbauende Tax-CAPM besonders gut zur Ableitung des Risikozuschlags. Denn diese Kapitalmarktmodelle leiten Risikoprämien indirekt aus beobachtbaren Kapitalmarktpreisen ab: Die sich auf dem Kapitalmarkt bildenden Preise sind Resultate der Handlungen der Anleger. Wertpapierpreise reflektieren insoweit auch die Risikopräferenzen der Anleger, als die Anleger sich bewusst und frei für den Kauf oder Verkauf bestimmter Wertpapiere entscheiden. Diese Marktbewertung der Risiken von Aktien durch rationale und risikoscheue Anleger wird durch das CAPM und das Tax-CAPM modelltheoretisch abgebildet. CAPM und Tax-CAPM liefern somit für die Quantifizierung eines angemessenen Risikozuschlags einen nachvollziehbaren, objektivierenden Kontext.

243 Die beiden Modellparameter, die nach dem (Tax-)CAPM zur Berechnung der Höhe des Risikozuschlags benötigt werden, sind die Marktrisikoprämie sowie der Betafaktor:

4.5.2.1. Marktrisikoprämie

244 Die Marktrisikoprämie ist die marktdurchschnittliche, von Investoren geforderte Überrendite von Aktienanlagen gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere. Der Aktienmarkt kann dabei durch einen breiten Aktienindex abgebildet werden.

245 Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte persönliche Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und der auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern, gewichtet mit dem Betafaktor, zusammen.

246 In der vorliegenden Bewertung hat der Bewertungsgutachter die Marktrisikoprämie i. H. v. 5,00 % unter Berücksichtigung der Empfehlungen des FAUB des IDW angesetzt. Die letzte Verlautbarung empfiehlt bei der Bemessung der Marktrisikoprämie eine Orientierung an einer Bandbreite von 5,25 % bis 6,75 % (vor persönlichen Ertragsteuern) und von 4,50 % bis 5,75 % (nach persönlichen Ertragsteuern). Vor dem Hintergrund dieser Bandbreite ist die von dem Bewertungsgutachter angesetzte Marktrisikoprämie als angemessen zu beurteilen.

247 Wir würden ebenfalls vor dem Hintergrund des aktuellen Zinsniveaus eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern i. H. v. 5,00 % mit dem abgerundeten Mittelwert der Bandbreite ansetzen.

4.5.2.2. Betafaktor

- 248 Die Höhe des Betafaktors reflektiert gemäß dem Bewertungskalkül des CAPM das Ausmaß des systematischen, nicht durch Kapitalmarkttransaktionen diversifizierbaren Risikos einer Aktie. Je höher der Betafaktor ist, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie der Anleger. Er berechnet sich aus dem Zusammenhang zwischen der Renditeschwankung der konkreten Aktie und der Marktrenditeschwankung.
- 249 Der Bewertungsgutachter hat den Betafaktor auf Basis von börsennotierten Vergleichsunternehmen (sog. Peer Group) bestimmt. Der Ermittlung der Betafaktoren wurden monatliche Renditen über einen Fünfjahreszeitraum zugrunde gelegt und als Referenzindex auf den marktbreitesten lokalen Index abgestellt. Die Betafaktoren wurden über den Finanzinformationsdienstleister S&P Capital IQ bezogen. Aus den so ermittelten Betafaktoren ermittelt der Bewertungsgutachter unverschuldete Betafaktoren zum Bewertungsstichtag. Der Bewertungsgutachter stellt auf den Median des unverschuldeten (raw) Betafaktors in Höhe von 1,03 ab.
- 250 Hinsichtlich der Auswahl von Vergleichsunternehmen ist auf solche abzustellen, die hinsichtlich ihres Geschäftsmodells und des operativen Risikos vergleichbar zum Bewertungsobjekt sind. Werden die Kriterien sehr eng gesetzt, so ergeben sich meistens nur sehr kleine Gruppen von sehr gut vergleichbaren Unternehmen, während bei breiter ausgelegten Kriterien der Umfang der Peer Group auf Kosten der Vergleichbarkeit erhöht wird. Vor diesem Hintergrund haben wir die Vergleichbarkeit und Vollständigkeit der von dem Bewertungsgutachter verwendeten Vergleichsunternehmen hinterfragt.
- 251 Auf Basis unserer Analysen erachten wir die verwendete Gruppe von Vergleichsunternehmen für die Ableitung des Betafaktors grundsätzlich für geeignet. Lediglich das Unternehmen SS&C Technologies Holdings, Inc. haben wir vor dem Hintergrund des starken Technologiefokus nicht in unsere Analysen einbezogen. Wir haben die Peer Group um die nachfolgenden Unternehmen ergänzt, die wir hinsichtlich ihrer Geschäftstätigkeit und ihres operativen Risikos für mit der capsen-sixx vergleichbar erachten:
- **Ameriprise Financial, Inc.** ist als diversifiziertes Finanzdienstleistungsunternehmen in den Vereinigten Staaten und international tätig. Das Unternehmen bietet Finanzplanungs- und Beratungsdienstleistungen für Privat- und institutionelle Kunden an. Es ist in den Segmenten Beratung & Vermögensverwaltung, Vermögensverwaltung, Altersvorsorge & Absicherungslösungen sowie Unternehmen & Sonstiges tätig. Das Unternehmen wurde 1894 gegründet und hat seinen Sitz in Minneapolis, Minnesota.
 - Die **Fiducian Group Ltd** erbringt Finanzdienstleistungen in Australien. Sie ist in den Geschäftsbereichen Fondsverwaltung, Finanzplanung, Unternehmensdienstleistungen und Plattformverwaltung tätig. Das Unternehmen bietet anlegerorientierte Portfolio- und separat verwaltete Kontodienstleistungen an und fungiert als Treuhänder für treuhänderische Altersvorsorgedienstleistungen. Darüber hinaus bietet es treuhänderische Fonds, Finanzplanungsdienstleistungen, Plattformen zur Verwaltung von Kundenkonten sowie Verwaltungsdienstleistungen für Wrap-Plattformen an und entwickelt IT-Softwaresysteme für die Finanzplanung. Ferner bietet es diversifizierte und sektorbezogene Fonds, Spezialfonds, verwaltete Portfolios und Managementdienstleistungen an. Das Unternehmen wurde 1996 gegründet und hat seinen Sitz in Sydney, Australien.
- 252 Zur Prüfung der Angemessenheit des vom Bewertungsgutachter angesetzten unverschuldeten Betafaktors in Höhe von 1,03 haben wir eigene Berechnungen von Betafaktoren durchgeführt. Hierzu stellen wir auf fünf rollierende Zwei-Jahreszeiträume und wöchentliche Renditen ab. Zu Informationszwecken haben wir zudem die Berechnung auf Basis eines Fünf-Jahreszeitraums und

monatliche Renditen in der unten stehenden Tabelle in der rechten Spalte dargestellt. Hinsichtlich der Vergleichsindices haben wir den weltweiten MSCI All Country World herangezogen.

- 253 Die Verwendung des weltweiten MSCI All Country World Index spiegelt verglichen zur Verwendung von lokalen Indizes in einem höheren Maß die theoretischen Anforderungen des Capital Asset Pricing Model sowie die ökonomische Realität wider. Da das CAPM die Existenz eines breiten Marktportfolios postuliert, stellt ein lokaler Index lediglich einen Ausschnitt dar, der durch länderspezifische Risiken verzerrt sein kann. Die Regression gegen einen Weltindex bildet eher das Ziel ab, dass das geschätzte Beta tatsächlich das nicht diversifizierbare, systematische Risiko reflektiert und nicht durch lokale Marktanomalien oder länderspezifische Sektorrisiken überlagert wird. Dies steht im Einklang mit dem Verhalten des für die Bewertung maßgeblichen marginalen Investors, der im heutigen Kapitalmarktumfeld in der Regel als international diversifiziert anzusehen ist. Die Verwendung eines Weltindex führt im vorliegenden Fall zu einer methodisch konsistenten und objektivierbaren Schätzung der Risikoparameter.
- 254 Zudem halten wir die Heranziehung von adjustierten Betafaktoren für sachgerecht, um statistische Schätzfehler zu minimieren und die Prognosefähigkeit von Betafaktoren zu verbessern.
- 255 Unter Zugrundelegung der dargestellten Parameter wurden die sogenannten adjustierten unverschuldeten Betafaktoren (Beta unlevered) für die Gruppe der im weiteren Sinne vergleichbaren Unternehmen (Peer Group) zum Stichtag 01.05.2026 wie folgt abgeleitet:

Tabelle 25: Unverschuldete Betafaktoren zum 01.05.2026

	2-Jahres-Zeitraum, wöchentliche Renditen					Mittelwert	5J, mt. '21 - '26
	'20 - '22	'21 - '23	'22 - '24	'23 - '25	'24 - '26		
Allfunds Group plc							
Ameriprise Financial, Inc.	1,79	1,77	1,56	1,42	1,41	1,59	1,41
Azimut Holding S.p.A.	0,97	0,82	1,00	1,19	1,30	1,06	1,03
Evli Oyj							
Fiducian Group Ltd	0,93	0,95	1,01	1,19	1,08	1,03	1,17
JTC PLC		1,30	1,29	0,96	0,78	1,08	1,16
Northern Trust Corporation	1,42	1,14	0,93	0,83	0,94	1,05	0,98
Perpetual Limited	1,38	1,09	0,96	0,91	0,96	1,06	1,16
SEI Investments Company	1,50	1,28	1,24	1,24	1,22	1,30	1,18
Swissquote Group Holding SA							
Median	1,40	1,14	1,01	1,19	1,08	1,14	1,16
Mittelwert	1,33	1,19	1,14	1,11	1,10	1,17	1,16

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von S&P Capital IQ zum 01.05.2026.

- 256 Die unverschuldeten Betafaktoren liegen über alle Zeiträume hinweg in einer Bandbreite zwischen 0,78 und 1,79. Der Median über alle Zeiträume beläuft sich auf 1,14. Der erste Zeitraum (2020 – 2022) weist zum Teil deutlich höhere, unverschuldete Betafaktoren verglichen zu den späteren Zeiträumen auf. Der Median über die Zeiträume 2 bis 5 beläuft sich auf 1,11 und der Mittelwert auf 1,13. Der Median auf Basis eines Fünf-Jahreszeitraums, monatliche Renditen (Spalte „5J, mt.“) beträgt 1,16.
- 257 Vor dem Hintergrund des rückläufigen, unverschuldeten Betafaktors im Zeitverlauf im Median würden wir einen Betafaktor i. H. v. 1,10 ansetzen, der unterhalb der durchschnittlichen Betafaktoren der letzten 6 Jahre liegt. Zugleich erachten wir in einer gesamtheitlichen Würdigung den Betafaktor i. H. v. 1,10 auch vor dem Hintergrund des Rendite-Risiko-Profiles der capsensixx für sachgerecht. Der von uns angesetzte Betafaktor liegt somit oberhalb des von dem Bewertungsgutachter angesetzten, unverschuldeten Betafaktors i. H. v. 1,03 und würde damit ceteris paribus zu einem niedrigeren Unternehmenswert führen.

258 Da die Finanzanlagen und die Überschussliquidität als Sonderwert angesetzt wurden und somit nicht in der Nettoschuldenposition berücksichtigt wurden, entspricht der Verschuldungsgrad der capsensixx AG und der Segmente zum 31.12.2025 sowie über den Planungszeitraum gerundet 0,0 %. Dementsprechend beläuft sich der von uns angesetzte verschuldete Betafaktor auf 1,10.

4.5.3. Wachstumsabschlag

259 In der Unternehmensbewertung ist des Weiteren das Wachstum der erwarteten zukünftigen Unternehmensergebnisse zu berücksichtigen. In der Detailplanungsphase wird ein etwaiges Wachstum der Unternehmensergebnisse für die einzelnen Perioden in der Planungsrechnung erfasst. Der Wertbeitrag der unternehmerischen Zahlungsüberschüsse, die zeitlich nach der Detailplanungsphase anfallen, wird im Rahmen der Bewertung vereinfachend über den Barwert einer ewigen Rente erfasst. In der ewigen Rente ist in der Ertragswertformel zunächst das erwartungsgemäß nachhaltig erzielbare Ergebnis anzusetzen. 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 entsprechende Ergebniswachstum finanzmathematisch über einen Abschlag auf den Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden.

260 Der Bewertungsgutachter hat die nachhaltige Wachstumsrate mit 0,5 % pro Jahr angesetzt. Dass dieser Wert als angemessen zu beurteilen ist, unterstreichen folgende Überlegungen:

261 Ausgangspunkt für die Prognose einer nachhaltigen Ergebnisentwicklung ist die Feststellung, dass nominelle Planungsgrößen langfristig einer inflationsbedingten Steigerung und einer realen Veränderung unterliegen können. Jedoch können inflationsbedingte Kostensteigerungen bei einem langfristigen Betrachtungszeitraum nur begrenzt überwältigt werden.

262 Zudem ist die capsensixx als vergleichsweise kleines Unternehmen in einem stark wettbewerbsintensiven Markt tätig. Aufgrund von Automatisierungsprozessen und dem zunehmenden Einsatz von künstlicher Intelligenz werden Effizienzgewinne im relevanten Markt erwartet. Zusätzlich werden größere Anbieter zunehmend durch Skaleneffekte begünstigt. Die in der Unternehmensplanung berücksichtigte Investitionstätigkeit ist überwiegend auf den Erhalt des bestehenden Geschäftsmodells ausgerichtet und weist keine wesentlichen Investitionen in Automatisierungsprozesse und künstliche Intelligenz auf. Vor diesem Hintergrund ist nicht zu erwarten, dass die capsensixx wesentliche Effizienzgewinne realisieren kann, vielmehr resultiert aus der erwarteten Entwicklung des Markt- und Wettbewerbsumfelds für die Gesellschaft ein steigender Wettbewerbs-/Margendruck.

263 Wir erachten die Einschätzung des Bewertungsgutachters für nachvollziehbar, nachhaltig von einem Ergebniswachstum in Höhe von 0,5 % p. a. auszugehen.

4.5.4. Gesamtheitliche Betrachtung des Kapitalisierungszinssatz

264 Auf der Grundlage der vorstehenden Überlegungen würden wir folgenden Kapitalisierungszinssatz ansetzen:

Tabelle 26: Kapitalisierungszinssatz

	2026P	...	2033TV
Basiszinssatz vor ESt	3,50 %	...	3,50 %
Persönliche Ertragsteuern	-0,92 %	...	-0,92 %
Basiszinssatz nach ESt	2,58 %	...	2,58 %
Marktrisikoprämie	5,00 %	...	5,00 %
Beta levered	1,10	...	1,10
Risikoprämie	5,50 %	...	5,50 %
Wachstumsabschlag		...	-0,50 %
Eigenkapitalkosten	8,08 %	...	7,58 %

Quelle: Eigene Berechnungen.

265

Der von dem Bewertungsgutachter angesetzte Kapitalisierungszinssatz i. H. v. 7,73 % liegt unterhalb unseres abgeleiteten Kapitalisierungszinssatz i. H. v. 8,08 % und würde ceteris paribus zu einem höheren Unternehmenswert führen.

4.6. Unternehmenswert inkl. Sonderwerte

266 Wir konnten die Bewertungsmethodik und die Berechnungen des Bewertungsgutachters nachvollziehen und erachten diese als sachgerecht. Wenngleich wir vor dem Hintergrund der unterstellten Vereinfachung hinsichtlich der Bilanzplanung in Kombination mit unseren eigenen Analysen hinsichtlich der Kapitalkosten die Auswirkungen auf den Unternehmenswert nachfolgend aufzeigen.

267 Die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes und die Kapitalisierung der erwarteten Ausschüttungen sowie der unmittelbar zugerechneten fiktiv thesaurierten Beträge auf den Bewertungsstichtag 18.06.2026 haben wir rechnerisch nachvollzogen. Dabei ist zu beachten, dass die zu kapitalisierenden Ergebnisse zunächst auf den technischen Bewertungsstichtag 31.12.2025 diskontiert und anschließend auf den maßgeblichen Bewertungsstichtag 18.06.2026 aufgezinst wurden.

4.6.1. Capsensixx AG

268 Die Berechnung des Ertragswerts für die capsensixx AG auf Basis der von uns abgeleiteten zu kapitalisierenden Ergebnisse sowie des Kapitalisierungszinssatzes ist in der nachfolgenden Tabelle dargestellt:

Tabelle 27: Ertragswertableitung – capsensixx AG

T€	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033TV
Zu kapitalisierende Ergebnisse	-550	-537	-593	-592	-595	-598	-601	-603
Kapitalisierungszinssatz	8,08 %	8,08 %	8,08 %	8,08 %	8,08 %	8,08 %	8,08 %	7,58 %
Barwertfaktor	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	13,20
Barwert zum Periodenbeginn	-7.619	-7.685	-7.768	-7.802	-7.840	-7.878	-7.916	-7.954
Ertragswert per 31.12.2025	-7.619							
Überschussliquidität		1.599						
Wertpapiere		493						
Eigenkapitalwert (inkl. Sonderwerte) per 31.12.2025	-5.527							
Aufzinsungsfaktor		1,04						
Eigenkapitalwert (inkl. Sonderwerte) per 18.06.2026	-5.729							

Quelle: Eigene Berechnung auf Basis des Gutachtens von EY vom 07.05.2026.

269 Für die capsensixx AG resultiert ein Ertragswert i. H. v. -7.619 T€ zum 31.12.2025 gem. unserer Berechnung.

270 Die Sonderwerte wurden vom Bewertungsgutachter, wie folgt, abgeleitet:

- Der Bewertungsgutachter hat zum 31.12.2025 eine **Überschussliquidität** i. H. v. 1.659 T€ unter Berücksichtigung einer unterstellten betriebsnotwendigen Liquidität in Höhe von 2/12 des bereinigten Personal- und Verwaltungsaufwands aus den liquiden Mitteln zum 31.12.2025 abgeleitet. Wir würden demgegenüber zum 31.12.2025 eine leicht geringere Überschussliquidität auf Basis der nicht bereinigten Aufwendungen ableiten, zugleich aber kompensierend eine entsprechende, sich verändernde betriebsnotwendige Liquidität über die von uns vereinfacht abgeleitete Bilanzentwicklung in den zukünftig höheren Ausschüttungen berücksichtigen. Die von uns als Sonderwert berücksichtigte Überschussliquidität beläuft sich somit auf 1.599 T€.
- Die **Wertpapiere** wurden vom Bewertungsgutachter in Höhe des Buchwerts von 493 T€ zum 31.12.2025 angesetzt. Die Ableitung dieses Sonderwerts haben wir nachvollzogen und kommen zu keinem abweichenden Ergebnis.

- 271 Wir haben kein weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen oder weitere Sonderwerte identifiziert, die einer eigenständigen Bewertung zu unterziehen gewesen wären.
- 272 Unter Berücksichtigung der Sonderwerte und einer Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag beläuft sich der von uns ermittelte Eigenkapitalwert inkl. Sonderwerte der capsensixx AG zum 18.06.2026 auf -5.729 T€.
- 273 Der vom Bewertungsgutachter ermittelte Eigenkapitalwert der capsensixx AG i. H. v. -5.986 T€ liegt unterhalb des von uns ermittelten Eigenkapitalwerts. Die Abweichung resultiert aus der unterschiedlichen Ableitung der Überschussliquidität, der von uns vereinfacht abgeleiteten Bilanzentwicklung sowie der unterschiedlichen Höhe des angesetzten Betafaktors.

4.6.2. Segment Fondsverwaltung

- 274 Die Berechnung des Ertragswerts für das Segment Fondsverwaltung auf Basis der von uns abgeleiteten zu kapitalisierenden Ergebnisse sowie des Kapitalisierungszinssatzes ist in der nachfolgenden Tabelle dargestellt:

Tabelle 28: Ertragswertableitung – Segment Fondsverwaltung

T€	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033TV
Zu kapitalisierende Ergebnisse	4.910	5.238	5.951	6.184	6.215	6.246	6.277	6.307
Kapitalisierungszinssatz	8,08 %	8,08 %	8,08 %	8,08 %	8,08 %	8,08 %	8,08 %	7,58 %
Barwertfaktor	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	13,20
Barwert zum Periodenbeginn	78.374	79.795	81.002	81.594	82.001	82.411	82.822	83.235
Ertragswert per 31.12.2025	78.374							
Überschussliquidität	8.815							
Wertpapiere	3.454							
Eigenkapitalwert (inkl. Sonderwerte) per 31.12.2025	90.643							
Aufzinsungsfaktor	1,04							
Eigenkapitalwert (inkl. Sonderwerte) per 18.06.2026	93.962							

Quelle: Eigene Berechnung auf Basis des Gutachtens von EY vom 07.05.2026.

- 275 Für das Segment Fondsverwaltung resultiert ein Ertragswert i. H. v. 78.374 T€ zum 31.12.2025 gem. unserer Berechnung.
- 276 Die Sonderwerte wurden vom Bewertungsgutachter, wie folgt, abgeleitet:
- Der Bewertungsgutachter hat zum 31.12.2025 eine **Überschussliquidität** i. H. v. 8.815 T€ unter Berücksichtigung einer unterstellten betriebsnotwendigen Liquidität in Höhe von 2/12 des Personal- und Verwaltungsaufwands aus den liquiden Mitteln zum 31.12.2025 abgeleitet. Die Ableitung dieses Sonderwerts haben wir nachvollzogen und kommen zu keinem abweichenden Ergebnis.
 - Die **Wertpapiere** wurden vom Bewertungsgutachter unter Berücksichtigung der Marktwerte, sofern vorhanden, andernfalls in Höhe des Buchwerts i. H. v. 3.454 T€ zum 31.12.2025 angesetzt. Die Ableitung dieses Sonderwerts haben wir nachvollzogen und kommen zu keinem abweichenden Ergebnis.
- 277 Wir haben kein weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen oder weitere Sonderwerte identifiziert, die einer eigenständigen Bewertung zu unterziehen gewesen wären.

278 Unter Berücksichtigung der Sonderwerte und einer Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag beläuft sich der von uns ermittelte Eigenkapitalwert inkl. Sonderwerte des Segments Fondsverwaltung zum 18.06.2026 auf 93.962 T€.

279 Der vom Bewertungsgutachter ermittelte Eigenkapitalwert des Segments Fondsverwaltung i. H. v. 97.793 T€ (100 %, inkl. Sonderwerte) liegt oberhalb des von uns ermittelten Eigenkapitalwerts. Die Abweichung resultiert aus der von uns vereinfacht abgeleiteten Bilanzentwicklung sowie der unterschiedlichen Höhe des angesetzten Betafaktors.

4.6.3. Segment Verbriefung

280 Die Berechnung des Ertragswerts für das Segment Verbriefung ist in der nachfolgenden Tabelle dargestellt:

Tabelle 29: Ertragswertableitung – Segment Verbriefung

T€		2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033TV
Zu kapitalisierende Ergebnisse		623	567	406	735	750	765	781	784
Kapitalisierungszinssatz		8,08 %	8,08 %	8,08 %	8,08 %	8,08 %	8,08 %	8,08 %	7,58 %
Barwertfaktor		0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	13,20
Barwert zum Periodenbeginn		9.374	9.509	9.709	10.088	10.167	10.238	10.299	10.351
Ertragswert per	31.12.2025	9.374							
Überschussliquidität		2.463							
Darlehen		2.122							
Wertpapiere		967							
Beteiligungen		1							
Eigenkapitalwert (inkl. Sonderwerte) per	31.12.2025	14.927							
Aufzinsungsfaktor		1,04							
Eigenkapitalwert (inkl. Sonderwerte) per	18.06.2026	15.473							

Quelle: Eigene Berechnung auf Basis des Gutachtens von EY vom 07.05.2026.

281 Für das Segment Verbriefung resultiert ein Ertragswert i. H. v. 9.374 T€ zum 31.12.2025 gem. unserer Berechnung.

282 Die Sonderwerte wurden vom Bewertungsgutachter, wie folgt, abgeleitet:

- Der Bewertungsgutachter hat zum 31.12.2025 eine **Überschussliquidität** i. H. v. 2.463 T€ unter Berücksichtigung einer unterstellten betriebsnotwendigen Liquidität in Höhe von 2/12 des Personal- und Verwaltungsaufwands aus den liquiden Mitteln zum 31.12.2025 abgeleitet. Die Ableitung dieses Sonderwerts haben wir nachvollzogen und kommen zu keinem abweichenden Ergebnis.
- Zudem wurde das **Darlehen** an die UF Beteiligungs UG vom Bewertungsgutachter als nicht betriebsnotwendig eingestuft und vor diesem Hintergrund mit dem Buchwert zum 31.12.2025 i. H. v. 2.122 T€ als Sonderwert berücksichtigt. Die Ableitung dieses Sonderwerts haben wir nachvollzogen und kommen zu keinem abweichenden Ergebnis.
- Die **Wertpapiere** wurden vom Bewertungsgutachter in Höhe des Buchwerts von 967 T€ zum 31.12.2025 angesetzt. Die Ableitung dieses Sonderwerts haben wir nachvollzogen und kommen zu keinem abweichenden Ergebnis.

283 Darüber hinaus haben wir die Beteiligungen zum Buchwert zum 31.12.2025 i. H. v. 1 T€ als Sonderwert berücksichtigt. Diese hat EY aussagegemäß aus Wesentlichkeitsgründen nicht im Sonderwert abgebildet.

284 Weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen oder weitere Sonderwerte haben wir nicht identifiziert, die einer eigenständigen Bewertung zu unterziehen gewesen wären.

285 Unter Berücksichtigung der Sonderwerte und einer Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag beläuft sich der von uns ermittelte Eigenkapitalwert inkl. Sonderwerte des Segments Verbriefung zum 18.06.2026 auf 15.473 T€.

286 Der vom Bewertungsgutachter ermittelte Eigenkapitalwert i. H. v. 15.621 T€ (100 %, inkl. Sonderwerte) liegt oberhalb des von uns ermittelten Eigenkapitalwerts. Die Abweichung resultiert aus der von uns vereinfacht abgeleitete Bilanzentwicklung sowie der unterschiedlichen Höhe des angesetzten Betafaktors.

4.6.4. Unternehmenswert je Aktie der capsensixx

287 Unter Summierung der einzelnen Teilbereiche und der Anteilsverhältnisse der capsensixx AG an der Axxion S.A. und der Oaklet GmbH ergibt sich zum Bewertungsstichtag ein Wert je Aktie i. H. v. 17,77 €, der in der nachfolgenden Tabelle dargestellt ist:

Tabelle 30: Wert je Aktie der capsensixx

T€	100%	Anteil CPX	anteiliger Wert
Capsensixx AG	-5.729	100%	-5.729
Segment Fondsverwaltung	93.962	50,0%	46.991
Segment Verbriefung	15.473	53,7%	8.314
Summe	103.706		49.575
Aktienanzahl			2.790
Wert pro Aktie			17,77

Quelle: Eigene Berechnung auf Basis des Gutachtens von EY vom 07.05.2026.

288 Der vom Bewertungsgutachter ermittelte Wert je Aktie i. H. v. 18,39 € liegt oberhalb des von uns ermittelten Wert je Aktie.

289 Somit liegt auch der von uns ermittelte Unternehmenswert unterhalb der angebotenen Barabfindung i. H. v. 20,23 € je Aktie.

4.6.5. Synergien

290 Synergien sind zusätzliche positive oder negative Auswirkungen auf die Zukunftserfolge im Einzelfall– insbesondere im Zusammenhang mit Verbundgründung, -intensivierung oder -erweiterung.

291 Maßstab für den Ansatz von Synergien sind dabei:

- Erwartbarkeit aus Sicht eines umfassend informierten Eigenkapitalgebers
- Keine Vollständigkeitsfiktion: Es sind nicht alle denkbaren Synergien zu berücksichtigen

292 Gemäß IDW S1 i. d. F. 2026 Tz. 82 muss die konkrete Möglichkeit bestehen, einen wirtschaftlichen Verbund neu einzugehen, zu erweitern oder zu intensivieren.

293 Der Bewertungsgutachter erwartet keine nennenswerten Synergien durch den wirtschaftlichen Verbund, da bereits vor der Strukturmaßnahme eine faktische Konzerneinbindung der capsensixx in

die PEH bestand. Ersparte Kosten aus der Aufgabe der rechtlichen Selbständigkeit der capsensixx werden vom Bewertungsgutachter nicht berücksichtigt.

294 Wir erachten das vom Bewertungsgutachter gewählte Vorgehen als angemessen. Die capsensixx fungiert wirtschaftlich als Zwischenholding. Nach Durchführung der Strukturmaßnahme hält die PEH somit lediglich die Anteile an den operativ tätigen Gesellschaften nicht mehr mittelbar, sondern unmittelbar. Vor diesem Hintergrund erscheint es plausibel, dass aus der Maßnahme keine Synergien im Sinne des IDW S 1 i. d. F. 2026, Tz. 81 ff., zu erwarten sind. Ebenfalls zutreffend berücksichtigt der Bewertungsgutachter die ersparten Kosten aus der Aufgabe der rechtlichen Selbständigkeit nicht. Die Beurteilung der Effizienz einer Governance-Struktur ist nicht Gegenstand einer Unternehmensbewertung und stellt folglich keinen Wertbestandteil aus Sicht der Gesellschafter dar.

4.7. Plausibilisierung des Unternehmenswerts

295 Zur Plausibilisierung der auf internen Unternehmensdaten beruhenden Unternehmensbewertung hat der Bewertungsgutachter eine vergleichende Analyse auf der Basis öffentlicher Kapitalmarktdaten vorgenommen. Derartige Multiplikator-Bewertungen stellen nur vereinfachte, pauschale Bewertungen dar, und dienen daher lediglich zu Plausibilisierungszwecken. Als Basis der Multiplikator-Bewertung dienen Ergebnis- und Marktkapitalisierungsdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen („Trading Multiplikatoren“) sowie aus Transaktionen („Transaktions-Multiplikatoren“).

4.7.1. Trading Multiplikatoren

296 Basis der Multiplikator-Bewertung des Bewertungsgutachters waren die Marktdaten der verwendeten Peer Group (siehe den Abschnitt 4.5.2.2). Für die Berechnung der Multiplikatoren hat der Bewertungsgutachter auf Konsensus-Schätzungen von Analysten für das EBIT für das Jahr 2026 zurückgegriffen.

297 Der mithilfe des Ertragswertverfahrens vom Bewertungsgutachter berechnete Wert der capsensixx liegt innerhalb der anhand der von dem Bewertungsgutachter ermittelten Bandbreite an Trading-Multiplikatoren.

298 Wir haben die Ableitung der Multiplikatoren nachvollzogen und anhand eigener Analysen plausibilisiert. Hierbei würden wir eine Bandbreite an EBIT-Multiplikatoren zwischen dem 40 %- und dem 60 %-Quantil für die Jahre 2026 bis 2028 ableiten. Der von uns ermittelte, objektivierte Unternehmenswert liegt innerhalb der auf Basis von EBIT-Multiplikatoren abgeleiteten Bandbreite.

4.7.2. Transaktions Multiplikatoren

299 Der Bewertungsgutachter hat auf Basis ausgewählter, vergleichbarer Unternehmenstransaktionen eine Bandbreite an EBIT-Transaktionsmultiplikatoren abgeleitet.

300 Der mithilfe des Ertragswertverfahrens vom Bewertungsgutachter berechnete Wert der capsensixx liegt innerhalb der anhand der von dem Bewertungsgutachter ermittelten Bandbreite an Transaktions-Multiplikatoren.

301 Wir haben die Ableitung der Multiplikatoren nachvollzogen und erachten die Zielgesellschaften der vom Bewertungsgutachter angesetzten Unternehmenstransaktionen mit dem Geschäftsmodell der capsensixx im Wesentlichen vergleichbar. Auf Basis unserer eigenen Analysen haben wir keine

weiteren Zielgesellschaften, die mit dem Geschäftsmodell der capsensixx im Wesentlichen vergleichbar sind.

302 Der von uns ermittelte Wert je Aktie liegt innerhalb der auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren ermittelten Bandbreite.

4.7.3. Vorerwerbe

303 Die capsensixx AG hat seit dem Jahr 2020 eigene Aktien zu einem Kurs zwischen 13,00 € und 20,20 € je Aktie erworben, wie in der nachfolgenden Tabelle dargestellt wird:

Tabelle 31: Vorerwerbe im Rahmen des Aktienrückkaufprogramms

Datum	Stück	Kurs	Wert
10.12.2020	130.000	13,00	1.690.000
23.02.2021	130.000	14,00	1.820.000
06.12.2021	80.000	16,10	1.288.000
12.12.2023	100.000	15,40	1.540.000
20.12.2024	100.000	16,40	1.640.000
30.09.2025	100.000	20,20	2.020.000
19.12.2025	103.373	20,00	2.067.460
Summe	743.373		12.065.460

Quelle: Unternehmensinformationen.

304 Der Vorerwerbspreis für den Erwerb der eigenen Aktien von bis zu 20,20 € je Aktie liegt damit unterhalb der angebotenen Barabfindung i. H. v. 20,23 € je Aktie. Auf Basis der durchgeführten Würdigung der Vorerwerbe konnten keine Anhaltspunkte dafür festgestellt werden, dass die angebotene Barabfindung nicht angemessen ist.

4.8. Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung

305 Die Barabfindung wurde auf Basis des volumengewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs auf 20,23 € je Aktie der capsensixx festgelegt.

306 Der auf Basis des gutachtlich ermittelten Unternehmenswert berechnete Wert je Aktie beträgt 18,39 €.

307 Wir haben wie folgt überprüft, ob die Rechtsprechung zur Relevanz des Börsenkurses bei der Festlegung der Abfindung angemessen berücksichtigt wurde und in welchem Verhältnis Ertragswert und durchschnittlicher Börsenkurs zueinander stehen:

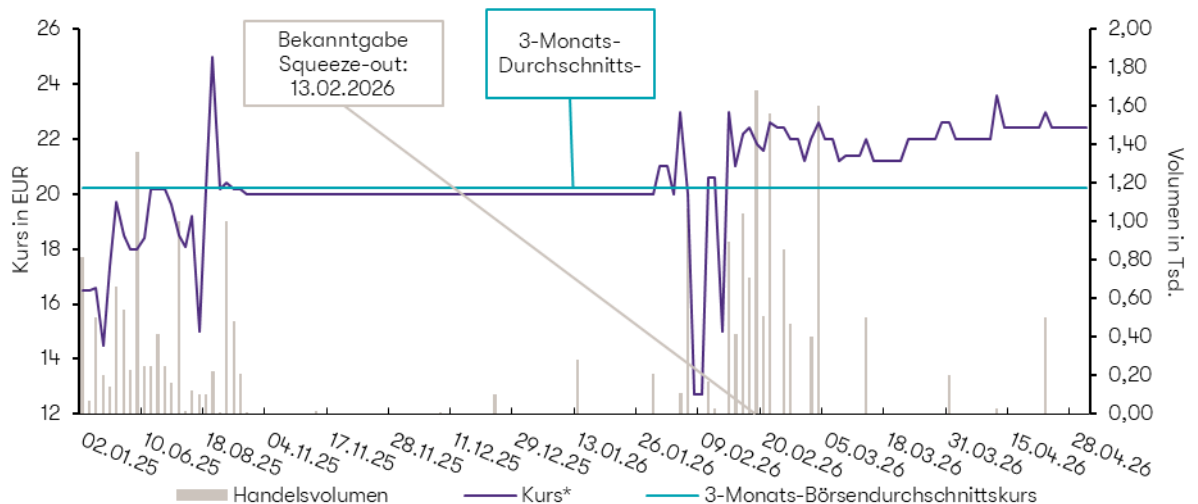
308 Wie in Abschnitt 3.2.6. dargestellt, ist der Börsenkurs grundsätzlich die Untergrenze der Abfindung für Minderheitsaktionäre, außer wenn er den Verkehrswert der Aktie nicht widerspiegelt. Nach der BGH-Rechtsprechung ist der einer angemessenen Barabfindung zugrunde zu legende Börsenwert grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten inländischen Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntmachung der Maßnahme zu ermitteln.

309 Der Bewertungsgutachter verwendet zutreffend als Referenzperiode für die Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses den dreimonatigen Zeitraum vor der Ad-hoc-Mitteilung des Übertragungsverlangens der PEH am 13.02.2026. Seitens der BaFin konnte kein gültiger historischer Mindestpreis für die Aktien der capsensixx AG zur Verfügung gestellt werden. Der

Bewertungsgutachter hat einen Dreimonatsdurchschnittskurs der capsensixx-Aktie in Höhe von 20,23 € zum Stichtag 12.02.2026 ermittelt.

- 310 Die nachfolgende Grafik zeigt den Dreimonatsdurchschnittskurs der capsensixx-Aktie sowie die Entwicklung des Börsenkurses der capsensixx-Aktie im Zeitraum vom 01.01.2025 bis zum 01.05.2026:

Abbildung 4: Kursentwicklung der capsensixx-Aktie



* Dargestellt wurden Kurse an Tagen mit Handel. Tage ohne Handel wurden mit dem Kurswert des Vortages fortgeschrieben.

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von S&P Capital IQ, 01.05.2026.

- 311 Im Zeitraum vom 01.01.2025 bis zum 01.05.2026 bewegte sich der Kurs der capsensixx-Aktie in einer Bandbreite von 12,70 € bis 25,00 €. Im Durchschnitt notierte die Aktie im dargestellten Zeitraum mit einem Kurs von 20,46 €.
- 312 Zur Prüfung des von dem Bewertungsgutachter ermittelten Börsendurchschnittskurses haben wir eine eigene Berechnung durchgeführt. Dazu haben wir den durchschnittlichen Börsenkurs auf Grundlage der verfügbaren Daten des Finanzdienstleisters S&P Capital IQ auf Basis der einzelnen Transaktionen für den Zeitraum vom 13.11.2025 bis 12.02.2026 ermittelt. Der von uns auf dieser Basis ermittelte volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs beträgt 20,23 € und stimmt mit dem von dem Bewertungsgutachter ermittelten Kurs überein.
- 313 Da zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 13.02.2026 und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 18.06.2026 ein üblicher Zeitraum liegt, hat der Bewertungsgutachter auf eine Anpassung des Börsenkurses auf Basis der seitherigen Kursentwicklung verzichtet. Dieses Vorgehen erachten wir für sachgerecht.
- 314 Jedoch ist der Börsenkurs als Untergrenze gem. BGH-Rechtsprechung nur heranzuziehen, wenn er den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Als Indikator für die Frage, inwiefern der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt, werden in der Rechtsprechung regelmäßig die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO herangezogen (vgl. IDW S 17 i. d. F. vom 18.11.2025).
- 315 In dem von uns analysierten Drei-Monatszeitraum wurde die Aktie der capsensixx an 9 der möglichen Handelstage gehandelt. Damit wurde lediglich an 15 % der Börsentage ein Börsenkurs festgestellt. An 7 dieser Tage kam es zu einer Kursveränderung gegenüber dem jeweils vorhergehenden Börsentag. Eine Kursabweichung von mehr als 5 % von einem auf den nächsten

Handelstag stellte sich im betrachteten Zeitraum dabei 5 Mal ein. Die in § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO aufgeführten Kriterien für die Berücksichtigung von Börsenkursen wurden damit kumulativ nicht eingehalten. Ebenfalls zeigen unsere Analysen deutliche Anzeichen einer Marktengung auf. Der volumengewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs stellt somit keine Wertuntergrenze für eine angemessene Abfindung dar.

316 Die PEH hat die Abfindung somit freiwillig in Höhe des volumengewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs für den maßgeblichen Referenzzeitraum i. H. v. 20,23 € je Aktie der capsensixx AG festgelegt. Aus Sicht der Minderheitsaktionäre ist die angebotene Abfindung somit mindestens als angemessen zu beurteilen.

4.9. Von der PEH festgelegte Barabfindung

317 Im Übertragungsbericht wird eine Barabfindung in Höhe von 20,23 € je Aktie festgelegt.

318 Der Bewertungsgutachter ermittelt im Rahmen seines Gutachtens vom 07.05.2026 einen Unternehmenswert der capsensixx zum Bewertungsstichtag von 18,39 € je Aktie. Die Ergebnisse unserer Prüfung dieser Wertermittlung einschließlich der von uns vorgenommenen ergänzenden sowie eigenen Analysen sind im vorstehenden Bericht detailliert dargelegt.

319 Wir haben mit unseren eigenen Bewertungen einen Ertragswert der capsensixx zum Bewertungsstichtag von 17,77 € je Aktie ermittelt.

320 Nach unseren eigenen Analysen kommt dem Börsenkurs der capsensixx vorliegend weder eine Bedeutung als Wertmaßstab noch als Wertuntergrenze der angemessenen Abfindung zu.

321 Die PEH hat die Abfindung somit freiwillig in Höhe des volumengewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs für den maßgeblichen Referenzzeitraum i. H. v. 20,23 € je Aktie der capsensixx AG festgelegt. Aus Sicht der Minderheitsaktionäre ist die angebotene Abfindung somit mindestens als angemessen zu beurteilen.

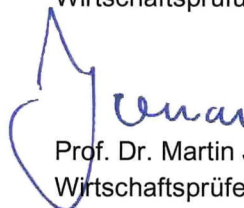
322 Gemäß § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG muss die festgelegte angebotene Abfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Sofern sich bis dahin wesentliche Grundlagen der Bewertung ändern, wäre eine Anpassung der ermittelten Abfindung erforderlich.

5. Abschließende Erklärung

- 323 Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der PEH Wertpapier AG, Frankfurt am Main, als Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der capsensixx AG, Frankfurt am Main, geprüft.
- 324 Wir erteilen die abschließende Erklärung gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 4 i. V. m. 293e AktG wie folgt:
- Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der capsensixx AG in Höhe von 20,23 € je Aktie angemessen.
- 325 Gemäß § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG muss die festgelegte angebotene Abfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Sofern sich bis dahin wesentliche Grundlagen der Bewertung ändern, wäre eine Anpassung der ermittelten Abfindung erforderlich.
- 326 Wir erstatten diesen Bericht auf der Grundlage der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte unter Beachtung der Berufsgrundsätze, wie sie insbesondere in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüferordnung niedergelegt sind.

Düsseldorf, den 7. Mai 2026

Grant Thornton AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft


Prof. Dr. Martin Jonas
Wirtschaftsprüfer


David Bertsch
Wirtschaftsprüfer



Anlagen

Anlage 1: Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 05.03.2026

Landgericht Frankfurt am Main

3-05 O 19/26



Beschluss

In dem Verfahren

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

1. PEH Wertpapier AG, vertr. d.d. Vorstand Marin Stürner, Bettinastraße 57-59, 60325 Frankfurt am Main
2. capsensixx AG, vertr. d.d. Vorstand, Bettinastraße 57-59, 60325 Frankfurt am Main

- Antragstellerinnen -

Verfahrensbevollmächtigte zu 1.:

Rechtsanwälte und Rechtsanwältinnen Baker Tilly

Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, Brüsseler Straße 1-3, 60327 Frankfurt am Main

Geschäftszeichen: - ohne -

betreffend die Abfindung für den vorgesehenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Antragstellerin zu 2) im Rahmen einer Verschmelzung und die gemeinsame Prüfung des geplanten Verschmelzungsvertrages

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main durch Vorsitzende Richterin am Landgericht König als Vorsitzende am 05.03.2026 beschlossen:

Für die gemeinsame Prüfung des geplanten Verschmelzungsvertrages oder seines Entwurfes der Antragstellerinnen und damit verbunden der geplanten Übertragung von Aktien der übrigen Aktionäre der Antragstellerin zu 2) gegen Barabfindung auf die Antragstellerin zu 1)

wird die

Grant Thornton AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Johannstraße 39, 40476 Düsseldorf

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

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

Der Geschäftswert wird auf 60.000,00 Euro festgesetzt.

Gründe

Das Gericht hält die ausgewählte Gesellschaft für geeignet, die Prüfung durchzuführen. Hinderungsgründe bestehen nach der Erklärung der bestellten Prüferin vom 05.03.2026 nicht.

Im Interesse der Steigerung der Transparenz und Akzeptanz der Prüfung und insbesondere zur Vermeidung einer neuen Begutachtung in einem eventuellen

Spruchverfahren soll die sachverständige Prüferin in dem Prüfungsbericht zu folgenden Punkten Stellung nehmen und Ausführungen machen:

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

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

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

4. Sofern Vergangenheitsergebnisse um bestimmte außergewöhnliche Aufwendungen und Erträge bereinigt werden, sind diese explizit aufzuführen und zu begründen, warum dies geschehen ist.
5. Bei den prognostizierten Unternehmenserträgen gilt zunächst dasselbe wie vorstehend zu Ziffer 4. Außerdem ist darzustellen, aus welchen Quellen etwaige Unternehmensplanungen übernommen wurden.
6. Der Prüferin wird aufgegeben, ein Exemplar ihres Prüfberichts für das Gericht zu den Akten zu reichen. Sofern sie sich bei der Berechnung des Unternehmenswertes, sowie der Verzinsungsparameter eines Rechenprogramms bedient hat, wird sie gebeten, die hierbei erstellte Datei (z.B. Excelsheet) und auch den Prüfbericht als Datei für das Gericht auf einen gebräuchlichen Datenträger in Kopie (z.B. CD-ROM; USB-Stick, ggf. als E-Mail Anhang an eine zu erfragende E-Mail-Adresse) beizufügen.
7. Die Prüferin soll ggf. bei entsprechender Anforderung durch das Gericht die Vergütungsvereinbarung mit den Antragstellerinnen und die endgültige Honorarabrechnung nach Ende ihrer Arbeiten dem Gericht gegenüber offenlegen.
8. Vorsorglich wird die Prüferin darauf hingewiesen, dass sie in einem evtl. Spruchverfahren über die Angemessenheit eines ggf. zu leistenden Ausgleichs bzw. Abfindung schriftlich auf Anforderung des Gerichts Stellung zu nehmen hat und ihr Erscheinen in einer etwaigen mündlichen Verhandlung angeordnet werden kann.

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

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diese Entscheidung ist das Rechtsmittel der Beschwerde gegeben, die binnen eines Monats nach Zustellung beim Landgericht Frankfurt am Main durch Einreichung einer Beschwerdeschrift oder zu Protokoll der Geschäftsstelle einzulegen ist. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen

Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird.
Die Beschwerdeschrift ist vom Beschwerdeführer oder seinem Bevollmächtigten zu unterzeichnen.

König
Vorsitzende Richterin am Landgericht

Anlage 2: Entwurf des Übertragungsbeschlusses

**Entwurf des in der Hauptversammlung der capsensixx AG zu fassenden
Übertragungsbeschlusses**

„Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der capsensixx AG (Minderheitsaktionäre) werden gemäß § 62 Abs. 5 Umwandlungsgesetz in Verbindung mit §§ 327a ff. Aktiengesetz gegen Gewährung einer von der PEH Wertpapier AG mit Sitz in Frankfurt am Main (Hauptaktionärin) zu gewährenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 20,23 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der capsensixx AG auf die Hauptaktionärin übertragen.“

Anlage 3: Allgemeine Auftragsbedingungen

Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2024

1. Geltungsbereich

- (1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich in Textform vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.
- (2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber. Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

- (1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.
- (2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen Vereinbarung in Textform.
- (3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgen hinzuweisen.

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

- (1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.
- (2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten Erklärung in gesetzlicher Schriftform oder einer sonstigen vom Wirtschaftsprüfer bestimmten Form zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

- (1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.
- (2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkunternehmen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

7. Mängelbeseitigung

- (1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlagen, Unterlassen bzw. unberechtigter Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.
- (2) Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.
- (3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

- (1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.
- (2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

9. Haftung

- (1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.
- (2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt. Gleiches gilt für Ansprüche, die Dritte aus oder im Zusammenhang mit dem Vertragsverhältnis gegenüber dem Wirtschaftsprüfer geltend machen.

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

(4) Der Höchstbetrag nach Abs. 2 bezieht sich auf einen einzelnen Schadensfall. Ein einzelner Schadensfall ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden.

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit in gesetzlicher Schriftform erteilter Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

(2) Widerruft der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk, so darf der Bestätigungsvermerk nicht weiterverwendet werden. Hat der Auftraggeber den Bestätigungsvermerk bereits verwendet, so hat er auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers den Widerruf bekanntzugeben.

(3) Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichtsausfertigungen. Weitere Ausfertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlenangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen; dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte wesentliche Unrichtigkeiten hinzuweisen.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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