
Bericht

**über die Prüfung der Angemessenheit der
Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2
AktG für die beabsichtigte Übertragung der
Aktien der Minderheitsaktionäre der**

**EQS Group AG,
München,**

auf die

**Pineapple German Bidco GmbH,
München**



VALUATION & ADVISORY AG

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
INHALTSVERZEICHNIS	I
ANLAGEN	III
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	IV
TABELLENVERZEICHNIS	V
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	VII
A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG	1
I. Auftrag	1
II. Auftragsdurchführung	4
B. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG	8
C. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG	10
I. Methode zur Ermittlung der Barabfindung	10
II. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung	12
1. Vorbemerkung	12
2. Börsenkurs	13
3. Ertragswert und Discounted Cash Flow	16
4. Liquidationswert	18
5. Substanzwert	19
6. Vergleichende Marktbewertung	19
7. Vorerwerbe	20
8. Ergebnis	20
III. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	22
D. PRÜFUNGSFESTSTELLUNGEN IM EINZELNEN	23
I. Bewertungsobjekt	23
1. Rechtliche Grundlagen	23
2. Wirtschaftliche Grundlagen	27
3. Markt und Wettbewerbssituation	34

	a) Marktumfeld	34
	b) Wettbewerbsumfeld	52
II.	Bewertungsstichtag	66
III.	Analyse des Börsenkurses	67
	1. Markteng und Markttiefe	68
	2. Weitere Liquiditätskennzahlen	71
	3. Kursausschläge oder Kursmanipulationen	72
	4. Kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten	74
	5. Zusammenfassendes Ergebnis	75
IV.	Ermittlung des Unternehmenswertes	76
	1. Vergangenheitsanalyse	76
	a) Vorbemerkung	76
	b) Ertragslage	77
	c) Vermögens- und Finanzlage	83
	2. Planungsprozess	86
	3. Planungstreue	88
	4. Analyse der Planung	88
	a) Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) in der Detailplanungsphase	88
	b) Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) in der Grobplanungsphase und in der ewigen Rente	93
	c) Finanzergebnis	96
	d) Ertragsteuern des Unternehmens	96
	e) Minderheitenanteile	97
	5. Ableitung der Nettoausschüttungen	97
	a) Ausschüttungsverhalten	97
	b) Ertragsteuern der Anteilseigner	98
	c) Darstellung der Nettoausschüttungen	100
	6. Kapitalisierungszinssatz	100
	a) Vorbemerkung	100
	b) Basiszinssatz	101
	c) Risikozuschlag	102
	d) Wachstumsabschlag	111
	e) Darstellung der Kapitalisierungszinssätze	113
	7. Ertragswert des operativen Geschäfts	114
	8. Wert der gesondert bewerteten Vermögenswerte	115
	9. Unternehmenswert und Wert je Aktie	116
V.	Vergleichende Marktbewertung	118
E.	ABLEITUNG DER BARABFINDUNG	122
F.	ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER FESTGELEGTEN BARABFINDUNG	123

ANLAGEN

- 1 Beschluss des Landgerichts München I, 5. Kammer für Handelssachen, vom 19. März 2024 über die Bestellung der IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, zur sachverständigen Prüferin für die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung (Angemessenheitsprüferin)
- 2 Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2024

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1:	Aktuelle gesellschaftsrechtliche Struktur der EQS Group AG	26
Abbildung 2:	Umsatzerlöse des EQS Group-Konzerns im Zeitraum von 2018 bis 2023	27
Abbildung 3:	Entwicklung der Börsengänge in Deutschland in den Jahren 1990 bis 2023	50
Abbildung 4:	Nicht-börsennotierte Wettbewerber der EQS Group im Bereich Hinweisgebersysteme	54
Abbildung 5:	Wesentliche Kennzahlen der Peer Group Unternehmen	58
Abbildung 6:	Entwicklung des Umsatzwachstum der EQS Group und der Bandbreite des Umsatzwachstum der Peer Group für die Jahre 2019 bis 2027	62
Abbildung 7:	Entwicklung der EBITDA-Marge der EQS Group und der Bandbreite der EBITDA-Marge der Peer Group für die Jahre 2019 bis 2027	63
Abbildung 8:	Entwicklung der EBIT-Marge der EQS Group AG und der Bandbreite der EBIT-Marge der Peer Group für die Jahre 2019 bis 2027	64
Abbildung 9:	Relativer BAS der EQS Group vom 1. Dezember 2023 bis zum 29. Februar 2024	72
Abbildung 10:	Aktienkurs und Handelsvolumina der Aktie der EQS Group AG vom 1. März 2022 bis zum 29. Februar 2024	73
Abbildung 11:	Umsatzerlöse im Detailplanungszeitraum nach Segmenten	90
Abbildung 12:	Umsatzerlöse im Detailplanungszeitraum nach Cloud Produkten und Cloud Services	91

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1:	Rechtliche Verhältnisse der EQS Group AG	25
Tabelle 2:	Übersicht über die Module im Compliance-COCKPIT	30
Tabelle 3:	Übersicht über die Module im Investor Relations-COCKPIT	31
Tabelle 4:	Übersicht zu Handelsvolumina und Aktienkursen vom 1. Dezember 2023 bis zum 29. Februar 2024	70
Tabelle 5:	Gewinn- und Verlustrechnung der EQS Group der Geschäftsjahre 2021, 2022 und 2023	78
Tabelle 6:	Bilanz der EQS Group der Geschäftsjahre 2021, 2022 und 2023	83
Tabelle 7:	Planungsrechnung des EQS Group AG-Konzerns – Vergangenheit und Detailplanungsphase	89
Tabelle 8:	Planungsrechnung des EQS Group AG-Konzerns – Detailplanungsphase, Grobplanungsphase und Terminal Value	95
Tabelle 9:	Planungsrechnung des EQS Group AG-Konzerns – Ableitung Finanzergebnis und EBT	96
Tabelle 10:	Planungsrechnung des EQS Group AG-Konzerns – Ableitung der Ertragsteuern des Unternehmens und Jahresergebnis	97
Tabelle 11:	Ableitung der Nettoausschüttungen des EQS Group AG-Konzerns	100
Tabelle 12:	Kriterien zur Peer Group-Auswahl der EQS Group AG	108
Tabelle 13:	Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Zweijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall	109
Tabelle 14:	Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Dreijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall	109
Tabelle 15:	Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Fünfjahres-Zeitraum bei monatlichem Renditeintervall	110
Tabelle 16:	Ermittlung der Eigenkapitalkosten für die EQS Group AG im Detailplanungszeitraum, der Konvergenzphase und der ewigen Rente	113
Tabelle 17:	Ableitung des Ertragswerts des EQS Group AG-Konzerns	114
Tabelle 18:	Sonderwerte der EQS Group AG zum 30. Juli 2024	115
Tabelle 19:	Unternehmenswert der EQS Group AG zum 30. Juli 2024	116
Tabelle 20:	Wert je Aktie der EQS Group AG zum 30. Juli 2024	117
Tabelle 21:	Umsatz-, EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen	119
Tabelle 22:	Marktwert des Eigenkapitals der EQS Group AG anhand von EV/Umsatz-, EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren	120

Tabelle 23: Marktwert des Eigenkapitals der EQS Group AG im Mittelwert und Median anhand von EV/Umsatz-, EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren

120

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAS	Bid-Ask Spread
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
bspw.	beispielsweise
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite Deutscher Aktienindex
c.p.	ceteris paribus
CSDDD	Corporate Sustainability Due Dilligence Directive
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
DCGK	Deutsche Corporate Governance Kodex
DGAP	Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc Publizität mbH, München
d.h.	das heißt
DSGVO	Datenschutz-Grundverordnung
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings before Taxes
EQS Group AG	EQS Group AG, München
ESG	Environmental, Social and Governance
EStG	Einkommensteuergesetz
etc.	et cetera
e.V.	eingetragener Verein
EV	Enterprise Value; Gesamtunternehmenswert
f.	folgende
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft

ff.	[und] die folgenden
GACVA	Global Association of Certified Valuators and Analysts
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GRC	Governance, Risk Management and Compliance
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
IAS	International Accounting Standard
i.d.F.	in der Fassung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IFRS	International Financial Reporting Standards
i.H.v.	in Höhe von
inkl.	inklusive
insb.	Insbesondere
IR	Investor Relations
i.S.d.	im Sinne des/der
ISIN	International Securities Identification Number
IVA	IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
IVSC	International Valuation Standards Council
i.V.m.	in Verbindung mit
IWF	Internationaler Währungsfonds
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
LkSG	Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
NFRD	Non-Financial Reporting Directive
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum
pers.	persönlichen
rd.	rund
Pineapple Bidco	Pineapple German Bidco GmbH, München
S.	Seite
SaaS	Software-as-a-Service
sog.	so genannt(e)
SoZ	Solidaritätszuschlag
S&P Capital IQ	S&P Capital IQ, Standard & Poor's Financial Services LLC, USA
T	Tausend/e

Tax-CAPM	Tax Capital Asset Pricing Model
TV	Terminal Value
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
UK	Vereinigtes Königsreich
USD	US-Dollar
vgl.	vergleiche
ValueTrust	ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpÜG AngVO	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz-Angebotsverordnung
z.B.	zum Beispiel
ZB	Registerzeichen des BGH für Zivilsachen
€	Euro

A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

I. Auftrag

1. Die Pineapple German Bidco GmbH, München („**Pineapple Bidco**“ oder „Hauptaktionärin“), hat dem Vorstand der EQS Group AG, München (zusammen mit ihren direkten und indirekten Tochtergesellschaften „**EQS Group AG**“ oder „Gesellschaft“), mit Schreiben vom 1. März 2024 mitgeteilt, dass sie beabsichtigt, ein Verfahren zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der EQS Group AG gegen eine angemessene Barabfindung auf die Pineapple Bidco nach §§ 327a AktG durchzuführen.
2. Nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft i.H.v. mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionärin), die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (sog. aktienrechtlicher Squeeze Out).
3. Ausweislich eines Depotauszugs der Morgan Stanley Smith Barney LLC vom 3. Juni 2024 hält die Pineapple Bidco unmittelbar 10.781.314 der insgesamt 11.026.633 auf den Namen lautenden Stückaktien der EQS Group AG mit einem rechnerischen anteiligen Betrag am Grundkapital von 1,00 € je Aktie. Damit entspricht der Anteil der Pineapple Bidco rd. 97,78 % des Grundkapitals der EQS Group AG. Die EQS Group AG hält keine eigenen Aktien. Die restlichen rd. 2,22 % der Aktien befinden sich auskunftsgemäß im Streubesitz.
4. Die ordentliche Hauptversammlung der EQS Group AG, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der EQS Group AG auf die Pineapple Bidco gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen soll, ist für den 30. Juli 2024 geplant.
5. Nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG ist die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.
6. Mit Beschluss vom 19. März 2024 hat das Landgericht München I – 5. Kammer für Handelssachen – die IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main (kurz: „**IVA**“), zum sachverständigen Prüfer zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt (vgl. Anlage 1). Die Pineapple Bidco hat uns daraufhin mit der Prüfung der Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung beauftragt.

7. Die Hauptaktionärin hat die Barabfindung ausgehend vom umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der EQS Group AG für den Drei-Monatszeitraum vor dem Tag der Mitteilung über den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre festgelegt. Die Pineapple Bidco hat die ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München (kurz: „**ValueTrust**“ oder „**Bewertungsgutachterin**“) beauftragt, sie bei der Festlegung der angemessenen Barabfindung, die den Minderheitsaktionären der Gesellschaft gemäß § 327a Abs. 1 AktG zu gewähren ist, zu unterstützen. Die Bewertungsgutachterin hat zur Ermittlung der anzubietenden Abfindung bei der Auftragsdurchführung primär die höchstrichterliche Rechtsprechung in Bezug auf die Relevanz des Börsenkurses der EQS Group AG berücksichtigt und eine entsprechende Analyse des Börsenkurses und der Liquidität der Aktie der EQS Group AG vorgenommen.
8. Zur Plausibilisierung der Relevanz des Börsenkurses der EQS Group AG hat die Bewertungsgutachterin Bandbreiten des Unternehmenswerts der EQS Group AG auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt. Zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts hat die Bewertungsgutachterin bei ihrer Bewertung den IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) herangezogen und ihre Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion als neutraler Gutachter erstattet.
9. Neben dem objektivierten Unternehmenswert gemäß IDW S 1 hat ValueTrust. eine Wertermittlung unter Berücksichtigung der „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (Stand: Dezember 2012) vorgenommen. Die Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust wurde mit Datum vom 19. Juni 2024 erstattet (kurz: „Bewertungsgutachten“).
10. Die zentralen Ergebnisse hat die Bewertungsgutachterin in ihrer Stellungnahme zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit dem potenziellen Squeeze Out bei der EQS Group AG mit Datum vom 19. Juni 2024 zusammengefasst (kurz: „Valuation Letter“). Den Inhalt und das Ergebnis dieser Stellungnahme hat sich die Hauptaktionärin in vollem Umfang zu eigen gemacht. Der Valuation Letter wird dem Übertragungsbericht der Hauptaktionärin als Anlage 1 beigelegt.
11. Die zu gewährende Barabfindung wurde ausgehend vom umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der EQS Group AG für den Drei-Monatszeitraum vor dem Tag der Mitteilung über den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre festgelegt. Die Ausführungen zur Geeignetheit des Börsenkurses auf der Grundlage der jüngsten BGH-Rechtsprechung und zur Plausibilisierung des Börsenkurses über den Unternehmenswert der EQS Group AG auf den Stichtag 30. Juli 2024 sowie zur Festlegung der Barabfindung gemäß

§ 327b AktG sind im Übertragungsbericht der Pineapple Bidco als Hauptaktionärin der EQS Group AG über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der EQS Group AG auf die Pineapple Bidco sowie über die Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG vom 19. Juni 2024 (kurz: „Übertragungsbericht“) wiedergegeben.

II. Auftragsdurchführung

12. Wir haben die Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung bis zum 20. Juni 2024 in unseren Büros in Frankfurt am Main, Hamburg und in Landau in der Pfalz sowie in den Homeoffices der an der Prüfung beteiligten Mitarbeiter durchgeführt. Die als Grundlage der Wertermittlung dienenden Planungsrechnungen und Unterlagen zur Bewertung der EQS Group AG haben wir erhalten und in Gesprächen mit Vertretern der Gesellschaft sowie der Bewertungsgutachterin ValueTrust auf ihre Plausibilität überprüft.
13. Unsere Prüfung erfolgte dabei überwiegend zeitlich parallel zu den Bewertungsarbeiten. Dabei haben wir unsere Prüfungshandlungen jeweils unmittelbar nach Fertigstellung und Vorlage von Teilergebnissen durch die Bewertungsgutachterin durchgeführt. Die Ergebnisse der Bewertungsgutachterin haben wir anhand eigener Analysen plausibilisiert und ergänzende Sensitivitätsrechnungen durchgeführt.
14. Für die Durchführung der Prüfung standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:
 - Handelsregisterauszug der EQS Group AG vom 11. Juni 2024;
 - Satzung der EQS Group AG in der Fassung vom 2. Februar 2024;
 - Berichte der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg, über die Prüfung des Konzernabschlusses und des Konzernlageberichts der EQS Group AG für die Geschäftsjahre 2021 und 2022;
 - Bericht der Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, über die Prüfung des Konzernabschlusses zum 31. Dezember 2023 und des zusammengefassten Lageberichts für das Geschäftsjahr 2023 der EQS Group AG;
 - Berichte der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg, über die Prüfung des Jahresabschlusses und des Lageberichts der EQS Group AG für die Geschäftsjahre 2021 und 2022;
 - Bericht der Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, über die Prüfung des Jahresabschlusses zum 31. Dezember 2023 und des zusammengefassten Lageberichts für das Geschäftsjahr 2023 der EQS Group AG;
 - Geschäftsberichte der EQS Group AG für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023;

- vom Vorstand am 8. Mai 2024 verabschiedete Planungsrechnung der EQS Group AG für die Geschäftsjahre 2024 bis 2027;
 - Protokolle der Sitzungen des Aufsichtsrats der EQS Group AG in den Geschäftsjahren 2021 bis 2023 sowie im laufenden Geschäftsjahr;
 - Gutachtliche Stellungnahme der ValueTrust zum Wert des Eigenkapitals der EQS Group AG und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG zum 30. Juli 2024 vom 19. Juni 2024 sowie vorhergehende Entwürfe;
 - Stellungnahme der ValueTrust zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit dem potenziellen Squeeze Out der EQS Group AG vom 19. Juni 2024 („Valuation Letter“) sowie vorhergehende Entwürfe;
 - Auszüge aus den Arbeitspapieren der Bewertungsgutachterin;
 - Übertragungsbericht vom 19. Juni 2024 sowie vorhergehende Entwürfe;
 - sonstige für die Bewertung relevante Unterlagen und Informationen.
15. Darüber hinaus haben wir auf öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.
16. Ergänzende Auskünfte wurden uns vom Vorstand der EQS Group AG und den von ihm benannten Auskunftspersonen erteilt. Der Vorstand der EQS Group AG und die Geschäftsführung der Pineapple Bidco haben uns gegenüber am 20. Juni 2024 schriftlich versichert, dass die vom Vorstand erteilten Erläuterungen und Auskünfte, die für die Erstellung der gutachtlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt wurden.
17. Die im Standard **IDW S 1** des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland enthaltenen Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen i.d.F vom 2. April 2008 haben wir beachtet. Darüber hinaus haben wir den GACVA Professional Standard sowie die relevanten International Valuation Standards des IVSC (International Valuation Standards Council) beachtet. Die Standards geben die herrschende Meinung zur Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung wieder und bilden einen Rahmen für die jeweils eigenverantwortliche Lösung.

18. Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir in die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachterin Einsicht genommen.
19. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 20. Juni 2024 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der ordentlichen Hauptversammlung der EQS Group AG am 30. Juli 2024 wesentliche Veränderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der EQS Group AG ergeben, wären diese bei der Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung noch zu berücksichtigen.
20. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, Jahresabschlüsse, Lageberichte oder Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Diese Prüfungen sind nicht Gegenstand einer Angemessenheitsprüfung der Barabfindung für Minderheitsaktionäre. Die Übereinstimmung der Jahres- bzw. Konzernabschlüsse und Lageberichte bzw. Konzernlageberichte mit den jeweiligen Rechnungslegungsvorschriften ist vom Abschlussprüfer der EQS Group AG für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 jeweils uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahres- und Konzernabschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir daher von der Richtigkeit und Vollständigkeit der uns vorgelegten Unterlagen aus.
21. Dieser Prüfungsbericht dient der Dokumentation unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung. Die Verwendung unseres Prüfungsberichts außerhalb der schriftlichen und mündlichen Berichterstattung an die Aktionäre bzw. die Hauptversammlung der EQS Group AG, der Information der Organe, der Vorlage beim Registergericht sowie im Rahmen eventueller Gerichtsverfahren (z.B. Spruchverfahren) bedarf unserer vorherigen schriftlichen Einwilligung. Ohne diese schriftliche Einwilligung darf unser Prüfungsbericht nicht an Dritte weitergeben werden. Die Einwilligung wird nicht aus unbilligen Gründen verweigert werden.
22. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die als Anlage 2 beigefügten **Allgemeinen Auftragsbedingungen** für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften i.d.F. vom 1. Januar 2024 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.
23. Wir weisen darauf hin, dass die im Prüfungsbericht nachfolgend dargestellten Berechnungen grundsätzlich ohne Nachkommastelle ausgewiesen werden. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition und Subtraktion von Tabellenwerten zu

Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- und Gesamtsummen führen. Soweit nicht gesondert erläutert, entsprechen sämtliche für die EQS Group AG wiedergegebenen Finanzzahlen den Bestimmungen der International Financial Reporting Standards (IFRS).

B. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG

24. Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung.
25. Dementsprechend haben wir geprüft, ob die von der Pineapple Bidco festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse bei der EQS Group AG als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der Voraussetzungen und Rechtmäßigkeit für eine Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.
26. Der Prüfungsbericht ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG und § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Im Prüfungsbericht ist gemäß § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG 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.
27. Bei der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung für Anteile an einem börsennotierten Unternehmen darf aufgrund der höchstrichterlichen Rechtsprechung der Börsenkurs als Verkehrswert der Aktien nicht außer Betracht bleiben. Ob der Börsenkurs tatsächlich den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt, gilt es im Einzelfall zu prüfen. Sofern für die Bewertung Börsenkurse herangezogen werden, ist die Ableitung des Börsenkurses zu beurteilen.
28. Sofern eine Unternehmensbewertung die Grundlage für die Ableitung der angemessenen Barabfindung darstellt, hat der Prüfer die der Barabfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und der inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Barabfindung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die wertrelevanten Parameter sachgerecht abgeleitet

wurden und ob die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen. Eine eigenständige Bewertung der Gesellschaft durch den Prüfer ist nicht vorzunehmen.

29. 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 der Aktien der außenstehenden Aktionäre auf die Hauptaktionärin dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (Übertragungsbericht).
30. Der Übertragungsbericht ist nicht Gegenstand unserer Prüfung. Es gehört auch nicht zu den Aufgaben des gesetzlichen Prüfers, die Vollständigkeit, Richtigkeit und Zweckmäßigkeit des Übertragungsberichts oder das Vorliegen der Voraussetzungen der Übertragung zu beurteilen. Soweit der Bericht der Hauptaktionärin jedoch die Höhe der Barabfindung erläutert und begründet, haben wir die enthaltenen Angaben zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung verwendet.
31. Die als Bewertungsbasis dienende Unternehmensplanung sowie Arbeitspapiere zur Bewertung haben wir erhalten, in Gesprächen mit Vertretern der Gesellschaft und der Bewertungsgutachterin erörtert und auf ihre Plausibilität untersucht. Wir haben die methodische Konsistenz des Bewertungsmodells überprüft und die Bewertung rechnerisch nachvollzogen.
32. In seinem Beschluss vom 19. März 2024 hat das Landgericht München I von jeglichen weiteren den sachverständigen Prüfer anleitenden oder ein möglicherweise folgendes Spruchverfahren bereits fördernden Anordnungen abgesehen.
33. Unser Bericht gibt das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wieder. Die Angaben im Prüfungsbericht beschränken sich auf die für die Beurteilung der Barabfindung wesentlichen Aspekte.

C. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

I. Methode zur Ermittlung der Barabfindung

34. Die Pineapple Bidco hat im Entwurf des Übertragungsbeschlusses die Barabfindung für die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien der EQS Group AG auf die Hauptaktionärin Pineapple Bidco zum 30. Juli 2024 wie folgt festgelegt:

„Die auf den Namen lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der EQS Group AG (Minderheitsaktionäre) werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären (§§ 327a ff. AktG) gegen Gewährung einer von der Pineapple German Bidco GmbH mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 288328 (Hauptaktionär), zu zahlenden Barabfindung in Höhe von EUR 40,00 für je eine auf den Namen lautende Stückaktie auf den Hauptaktionär übertragen.“

35. Der Übertragungsbericht der Hauptaktionärin enthält Erläuterungen und Begründungen in Bezug auf die Angemessenheit der Barabfindung.
36. Die Barabfindung wurde ausgehend vom umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der EQS Group AG im relevanten Referenzzeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme festgelegt. Der entsprechend ermittelte durchschnittliche Börsenkurs in Höhe von 39,98 € wurde auf 40,00 € aufgerundet. Dies entspricht dem Angebotspreis im öffentlichen Übernahmeangebot der Pineapple Bidco vom 4. Dezember 2023.
37. Die Bewertungsgutachterin ermittelte zum Bewertungsstichtag 30. Juli 2024 auf Basis des zur Plausibilisierung der Relevanz des Börsenkurses der EQS Group AG herangezogenen Ertragswertverfahrens nach IDW S 1 einen Wert von 37,39 € je Aktie.
38. Die von der Pineapple Bidco auf der Grundlage dieser Überlegungen festgelegte und an die Minderheitsaktionäre der EQS Group AG nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG zu zahlende **angemessene Barabfindung** beträgt **40,00 € je EQS-Aktie** und entspricht damit dem Angebotspreis im öffentlichen Übernahmeangebot der Pineapple Bidco vom 4. Dezember 2023.
39. Die Geschäftsführung der Pineapple Bidco hat sich bei der Festlegung der angebotenen Barabfindung dem von der Bewertungsgutachterin gewählten methodischen Vorgehen angeschlossen und sich die erarbeiteten Ergebnisse vollständig zu eigen und zum Gegenstand des Übertragungsberichts gemacht. Der Valuation Letter von ValueTrust vom 19. Juni 2024 und die gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust vom 19. Juni 2024 sowie

deren Entwürfe sind uns für Zwecke der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung zur Verfügung gestellt worden.

40. In der gutachtlichen Stellungnahme von ValueTrust werden das methodische Vorgehen, die Ermittlung des Unternehmenswerts der EQS Group AG sowie des Unternehmenswerts je Aktie im Detail dargestellt.

II. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung

1. Vorbemerkung

41. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) und des BGH ist eine Barabfindung im Hinblick auf den verfassungsrechtlichen Eigentumsschutz dann angemessen, wenn sie dem ausgeschlossenen Aktionär eine volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust seiner Unternehmensbeteiligung gewährt. Dabei ist nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94) sicherzustellen, dass der ausscheidende Aktionär nicht weniger erhält, als er bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Maßnahme erhalten hätte. Die Entschädigung darf somit nicht unter dem Verkehrswert liegen.
42. Die angemessene Barabfindung muss nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien der Gesellschaft berücksichtigen. Für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung stehen grundsätzlich unterschiedliche Bewertungsmethoden zur Verfügung. Das Aktiengesetz schreibt keine bestimmte Bewertungsmethode vor, die zur Beurteilung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung heranzuziehen ist. Eine Bewertungsmethode scheidet nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des Einzelfalls nicht geeignet ist, den wahren Wert abzubilden.
43. Der BGH hat festgestellt, dass es eine **Rechtsfrage** ist, ob eine angewendete Bewertungsmethode dem gesetzlichen Bewertungsziel entspricht. Dies hat der BGH sowohl für die Ertragswertmethode als auch für den Börsenkurs bejaht. Die Frage, welche der grundsätzlich geeigneten Bewertungsmethoden im konkreten Fall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, ist Teil der tatsächlichen Würdigung des Sachverhalts (**Tatsachenfrage**) und nach der betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und Praxis zu beurteilen. Die Bewertungsmethode muss dabei in der Betriebswirtschaftstheorie anerkannt und in der Praxis gebräuchlich sein.
44. Die zugrunde gelegte Bewertungsmethode ist vom Prüfer hinsichtlich der Art und Gründe für ihre Anwendung sowie ihrer Angemessenheit zu überprüfen.
45. Der BGH hat sowohl mit Beschluss vom 21. Februar 2023 (BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21) als auch mit Beschluss vom 31. Januar 2024 (BGH, 31. Januar 2024 – II ZB 5/22) festgestellt, dass der Börsenkurs eines Unternehmens bei Einhaltung bestimmter Voraussetzungen allein eine geeignete Schätzgrundlage für die Bestimmung einer angemessenen Barabfindung nach § 305 AktG und die Ableitung des

angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG sein kann. Gemäß BGH kann der Anteilswert nur dann nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden, wenn im konkreten Fall nicht von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer ausgegangen werden kann.

46. Nach bisher herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis kann die Barabfindung bei Ausschluss von Minderheitsaktionären grundsätzlich auch aus einem objektivierten Unternehmenswert abgeleitet werden. Der objektivierte Unternehmenswert stellt regelmäßig einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt.
47. Die bei der Unternehmensbewertung von deutschen Wirtschaftsprüfern anzuwendenden Bewertungsgrundlagen und Methoden sind in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere in der Stellungnahme IDW S 1 vom 2. April 2008 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ festgelegt. Demnach wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.
48. Nachfolgend werden daher zunächst der Börsenkurs sowie das Ertragswertverfahren methodisch erläutert. Anschließend werden dann die weiteren Methoden dargestellt und gewürdigt.

2. Börsenkurs

49. Die Aktien der EQS Group AG wurden bis zum Ablauf des 6. Mai 2024 („Delisting“) unter der ISIN DE0005494165 im Freiverkehr der Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main (Segmente „Scale“ und „Basic Board“), München (Segment „m:access“ und allgemeiner Freiverkehr), Stuttgart und der Tradegate Exchange gehandelt. Die Einbeziehung der Aktien der Gesellschaft zum Handel an den Börsen Frankfurt am Main und München erfolgte auf Veranlassung der Gesellschaft. Mit Ablauf des 6. Mai 2024 wurde die Einbeziehung der Aktien der EQS Group AG in den Freiverkehr an den Wertpapierbörsen in Frankfurt und München beendet. Seitdem findet dort kein Handel in EQS-Aktien mehr statt. Die Aktien der EQS Group AG werden auch nicht mit Zustimmung oder auf Veranlassung der Gesellschaft im Freiverkehr an anderen Handelsplätzen gehandelt.
50. Da die Aktien der EQS Group AG zum Zeitpunkt der Ankündigung der Strukturmaßnahme noch im Freiverkehr notiert waren, ist grundsätzlich eine Bewertung der EQS Group AG auf Basis ihrer jeweiligen Marktkapitalisierung möglich. Allerdings können – abhängig vom

jeweiligen Einzelfall – gewichtige Argumente gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da der Börsenkurs von zahlreichen Sonderfaktoren, wie zum Beispiel von der Größe und Enge des Marktes, von zufallsbedingten Umsätzen sowie von spekulativen und sonstigen nicht wertbezogenen Einflüssen abhängt und damit unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen unterliegen kann.

51. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94) gebietet Art. 14 GG, dass der ausscheidende Aktionär eine volle Entschädigung für seine gesellschaftliche Beteiligung erhält, die nicht unter dem Verkehrswert liegen darf. Der Verkehrswert kann bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden, es sei denn, dass der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Damit ist der Börsenkurs bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen grundsätzlich als Wertuntergrenze für die Bemessung der Abfindung der Minderheitsaktionäre heranzuziehen.
52. Nach der Rechtsprechung des BGH vom 19. Juli 2010 (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“) ist ein der angemessenen Abfindung im Rahmen eines Ausschlusses der Minderheitsaktionäre zugrunde zu legender Börsenkurs der Aktie grundsätzlich auf Basis eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Dreimonatszeitraumes vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu ermitteln.
53. Der BGH hat mit Beschluss vom 21. Februar 2023 (BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21) und vom 31. Januar 2024 (BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22) bestätigt, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft den gesetzlichen Bewertungszielen grundsätzlich nicht widerspricht. Die Heranziehung der marktorientierten Methode sei für die Ermittlung eines Schätzwerts als Basis für die angemessene Barabfindung nach § 305 AktG und die Ableitung des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG grundsätzlich geeignet. Dem liege die Annahme zugrunde, dass die Marktteilnehmer auf Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs niederschlägt.
54. Demnach kann die Angemessenheit der Barabfindung i.S.d. § 305 AktG anhand des Börsenkurses bestimmt werden, wenn dieser aufgrund der Umstände des Einzelfalls nicht ungeeignet ist. Neben der Bedeutung als Wertuntergrenze für die angemessene Barabfindung, räumt der BGH dem Börsenkurs damit eine höhere Bedeutung als marktorientierte Bewertungsmethode ein.
55. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer **effektiven Informationsbewertung** durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann und der Börsenkurs somit keine

verlässliche Aussage über den Verkehrswert erlaube, könne der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.¹

56. Der BGH hält es für rechtsfehlerfrei, eine effektive Informationsbewertung anzunehmen, wenn auffällige Kurssprünge, Kursmanipulationen oder Informationsdefizite durch die Nichteinhaltung von kapitalmarktrechtlichen Veröffentlichungspflichten ausgeschlossen sind. Einer hohen Liquidität der Aktie könne bei der Beurteilung des Vorliegens einer effektiven Informationsbewertung eine besondere Bedeutung beigemessen werden.
57. Ein alleiniger Rückgriff auf den Börsenkurs scheidet auch dann aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist, weil über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel stattgefunden hat oder eine Marktengpass vorliegt.
58. Die Entscheidung des BGH lässt jedoch offen, ob der Börsenkurs stets allein für die Ermittlung einer angemessenen Barabfindung herangezogen werden kann oder weiterhin im Zusammenspiel weiterer Bewertungsverfahren betrachtet werden muss. Diese Fragestellung wird in der Praxis insbesondere dann an Bedeutung gewinnen, wenn der Ertragswert (deutlich) oberhalb des Börsenwertes liegt. In der juristischen Literatur wird hierzu die Auffassung vertreten, dass die alleinige Betrachtung des Börsenkurses als Schätzgrundlage regelmäßig nicht sachgerecht sein dürfte und zusätzlich zumindest eine Plausibilisierung durch den Ertragswert erfolgen sollte.²
59. Das OLG Frankfurt am Main (OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.2.2024 – 21 W 129/22) hat in einem jüngeren Beschluss entschieden, dass der Börsenkurs auch bei einem verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out eine geeignete Schätzgrundlage für die Barabfindung sein kann. Allerdings eigne sich der Börsenkurs aufgrund des geringen Free Floats und der damit häufig verbundenen Marktengpass tendenziell weniger als alleinige Schätzgrundlage. Sofern an der Eignung des Börsenkurses als Schätzgrundlage Zweifel bestehen, ist nach Auffassung des OLG Frankfurt am Main zu Kontrollzwecken der Ertragswert in die Betrachtung einzubeziehen.
60. Vor dem Hintergrund, dass Börsenkurse und die ihnen zugrunde liegenden Marktinformationen und -erwartungen nur einen Teil der wertrelevanten Informationen umfassen, widerspricht es nach Auffassung des FAUB des IDW dem Schutzzweck von Angemessenheitsprüfungen, Börsenkurse ohne Berücksichtigung der wertrelevanten internen

¹ Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 20.

² Vgl. Decher, Die Bedeutung des Börsenkurses für die Unternehmensbewertung bei Strukturmaßnahmen, in: AG 2023, S. 115.

und externen Informationen und ohne Durchführung einer fundamentalen Unternehmensbewertung als alleinige Beurteilungsbasis zu verwenden. Vielmehr bleibt es aus Sicht des FAUB auch nach der Entscheidung des BGH notwendig, dass die Überprüfung der Angemessenheit durch einen Wirtschaftsprüfer anhand einer fundamentalen Unternehmensbewertung erfolgt (vgl. FAUB-Mitteilung vom 14. Juni 2023 zur Relevanz von Börsenkursen, in: IDW Life 2023, S. 656). Im Beschluss vom 31. Januar 2024 hat der BGH indes explizit darauf hingewiesen, dass eine strenge Allokations- und Informationseffizienz des Kapitalmarkts keine Voraussetzung für die Bestimmung des Werts einer Unternehmensbeteiligung nach dem Börsenkurs ist (vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 26).

61. Die Bewertungsgutachterin hat die im Beschluss des BGH vom 21. Februar 2023 genannten Indikatoren bzw. Analysen zur Einschätzung der Aussagefähigkeit bzw. Relevanz des Börsenkurses im Hinblick auf die Aktie der EQS Group AG durchgeführt und kommt dabei zu dem Ergebnis, dass im vorliegenden Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch den Markt ausgegangen werden kann. Vor diesem Hintergrund zieht ValueTrust die Schlussfolgerung, dass der umsatzgewichtete Dreimonats-Durchschnittskurs der EQS Group AG eine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktien der EQS AG sowie der angemessenen Barabfindung gemäß §327b AktG darstellt.
62. Wir verweisen hierzu auf unsere Ausführungen in Abschnitt D.III.

3. Ertragswert und Discounted Cash Flow

63. Der Wert eines operativ tätigen Unternehmens wird nach heute allgemein anerkannten Grundsätzen aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Dieser Wert ergibt sich grundsätzlich aufgrund der finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens erwirtschaftet werden können (Zukunftserfolgswert). Der Unternehmenswert kann dabei entweder nach dem Ertragswertverfahren oder dem Discounted Cash Flow-Verfahren („DCF“) ermittelt werden. Beide Bewertungsverfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren.
64. Bei beiden Bewertungsverfahren wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Zur Ableitung des Barwerts dieser Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das

zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentiert. Vermögensgegenstände (einschließlich Schulden), die einzeln veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, sind als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen. Die Summe der Barwerte der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergibt grundsätzlich den Unternehmenswert.

65. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsüberlegungen. Dabei sind bei der Bewertung nur die Überschüsse zu berücksichtigen, die aus bereits eingeleiteten Maßnahmen resultieren oder aus einem dokumentierten und hinreichend konkretisierten Unternehmenskonzept hervorgehen. Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen bzw. aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen.
66. Bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die unter Berücksichtigung rechtlicher Restriktionen nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzeptes zum Bewertungsstichtag zur Ausschüttung zur Verfügung stehen.
67. Die künftigen finanziellen Überschüsse sind mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz dient dazu, die sich ergebenden finanziellen Überschüsse mit einer Entscheidungsalternative zu vergleichen. Hierzu wird bei der Ermittlung von objektiven Unternehmenswerten typischerweise auf Renditen von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) abgestellt.
68. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektiver Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorzunehmen. Bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen werden gemäß IDW S 1 – im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung – die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person typischerweise zugrunde gelegt. In diesem Rahmen sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativrendite zu treffen.
69. Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen können dafür verschiedene Sonderwerte in Frage kommen.

70. Bei der Bewertung des gesamten Unternehmens mit dem Zukunftserfolgswert müssen die nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände einschließlich der dazugehörigen Schulden unter Berücksichtigung ihrer bestmöglichen Verwertung und unter Berücksichtigung der Verwendung freigesetzter Mittel gesondert bewertet werden. Sofern der Liquidationswert dieser Vermögensgegenstände unter Berücksichtigung der steuerlichen Auswirkungen einer Veräußerung den Barwert ihrer finanziellen Überschüsse bei Verbleib im Unternehmen übersteigt, stellt nicht die Fortführung der bisherigen Nutzung, sondern die Liquidation die vorteilhaftere Verwertung dar. Für die Ermittlung des Gesamtwerts ist dann der Liquidationswert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens dem Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzufügen (vgl. IDW S 1, Tz. 60).
71. Bei der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens mit dem Liquidationswert sind die Kosten der Liquidation von den Liquidationserlösen abzusetzen sowie die steuerlichen Folgen auf Unternehmensebene zu berücksichtigen. Inwieweit Steuern auf der Eigentümerebene zu berücksichtigen sind, hängt von der beabsichtigten Verwendung der erzielten Erlöse ab. Soweit nicht mit einer sofortigen Liquidation zu rechnen ist, muss ein Liquidationskonzept entwickelt, ein angemessener Liquidationszeitraum angesetzt und der Liquidationserlös abzüglich der Kosten der Liquidation auf den Bewertungsstichtag abgezinst werden (vgl. IDW S 1 Tz. 61 f.).
72. Die Bewertungsgutachterin hat zur Plausibilisierung der Relevanz des Börsenkurses der EQS Group AG den Unternehmenswert auf der Grundlage des in Rechtsprechung und Bewertungspraxis in Deutschland vorherrschenden Ertragswertverfahrens ermittelt.
73. Wir haben uns davon überzeugt, dass der vorliegenden Bewertung neben der Ertragsplanung auch eine abgestimmte Bilanzplanung zugrunde liegt und damit auch die zuvor dargestellten Voraussetzungen für eine Äquivalenz von Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren grundsätzlich gegeben sind.

4. Liquidationswert

74. Falls ein Unternehmen nicht für begrenzte Dauer eingerichtet ist oder aufgrund besonderer Umstände eine begrenzte Dauer angenommen werden muss, wird für Unternehmensbewertungszwecke von einer unbegrenzten Lebensdauer ausgegangen. Dies gilt auch für den Fall, dass der jeweilige Erwerber seine Beteiligung nicht unbegrenzt halten will, da der von ihm beim Verkauf theoretisch erzielbare Preis identisch mit dem Barwert der dann erwarteten Nettoausschüttungen ist. Erweist es sich jedoch gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, sämtliche betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile gesondert zu veräußern, so ist der Bewertung jedenfalls nach in der Betriebswirtschaft

vorherrschender Auffassung der Liquidationswert zugrunde zu legen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.

75. Da die bewertete Gesellschaft unbefristet fortgeführt werden soll und davon auszugehen ist, dass der Ertragswert aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten (z. B. Sozialpläne, Entschädigungen, Kreditausfälle) über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde, wurde seitens ValueTrust auf eine detaillierte Ableitung und Darstellung des Liquidationswertes verzichtet. Wir halten diese Vorgehensweise für sachgerecht und vertretbar.

5. Substanzwert

76. Im Rahmen einer Unternehmensbewertung kommt dem Substanzwert kein selbstständiger Aussagewert zu. Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat keinen selbstständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung.
77. Vor diesem Hintergrund ist es angemessen, dass im vorliegenden Fall ein Substanzwert nicht ermittelt wurde.

6. Vergleichende Marktbewertung

78. Eine vergleichende Marktbewertung kann auf Basis von Multiplikatoren, die als branchenüblich angesehen werden, erfolgen. Sie setzt eine Analyse der zurückliegenden und ebenso der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts voraus. Die Multiplikatoren werden aus einer Analyse der Marktpreise vergleichbarer Unternehmen abgeleitet. Bewertungen auf Basis von Multiplikatoren stellen oft nur vereinfachte und pauschale Ertragsbewertungen dar. Sie werden daher meist lediglich zu Plausibilisierungszwecken vorgenommen.
79. Da die spezifische Situation der Gesellschaft in der Bewertung auf Basis von Multiplikatoren keine ausreichende Berücksichtigung findet, ist eine derartige vergleichsorientierte Bewertung zur Bestimmung einer angemessenen Barabfindung nicht sachgerecht.
80. Daher ist eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswertmethode – wie sie hier vorgenommen wurde – vorzuziehen. Eine Bewertung auf der Basis von Multiplikatoren wurde lediglich zur groben Plausibilisierung des Ertragswertes vorgenommen (vgl. hierzu auch Abschnitt D.V).

7. Vorerwerbe

81. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmensanteile können zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen. Sie ersetzen indes keine Unternehmensbewertung (vgl. IDW S 1, Tz. 13).
82. Nach Rechtsprechung und herrschender Meinung in der Literatur sind die Preise, die die Hauptaktionärin in einem sachlichen und zeitlichen Zusammenhang mit einem Squeeze Out-Verfahren für den außerbörslichen Erwerb von Aktien gezahlt hat, nicht bei der Feststellung einer angemessenen Barabfindung zu berücksichtigen (vgl. etwa Fleischer in Großkommentar zum AktG, § 327b AktG, Tz. 19).
83. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94) ist die Nichtberücksichtigung der von der Hauptaktionärin tatsächlich gezahlten Preise für Aktien der abhängigen Gesellschaft unbedenklich. Tatsächlich gezahlte Preise der Hauptaktionärin könnten aufgrund der ihnen innewohnenden Grenznutzenbetrachtung hinsichtlich des Kontrollerwerbs vom Verkehrswert der Aktien abweichen. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelinge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch.
84. Der fehlenden Bedeutung für die Bewertung steht nach Auffassung des BGH jedoch nicht entgegen, vorhandene Vorerwerbspreise im Einzelfall im Rahmen von Plausibilitäts- und Kontrollerwägungen zu berücksichtigen (vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 51).
85. Vor dem Hintergrund, dass nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung aus Vorerwerbspreisen keine Rückschlüsse auf die Angemessenheit der Barabfindung gezogen werden können, wurde diesbezüglich auf eine detaillierte Analyse verzichtet. Gleichwohl ist festzuhalten, dass der Angebotspreis im öffentlichen Übernahmeangebot der Pineapple Bidco vom 4. Dezember 2023 i.H.v. 40,00 € je Aktie nahezu dem durchschnittlichen Börsenkurs im relevanten Referenzzeitraum entspricht.

8. Ergebnis

86. Die Hauptaktionärin hat im vorliegenden Fall eine detaillierte Analyse des Börsenkurses und der Liquidität der Aktie der EQS Group AG vorgenommen und die Barabfindung ausgehend vom Dreimonatsdurchschnittskurs der Aktie im relevanten Referenzzeitraum festgelegt.

87. Zur Plausibilisierung der Relevanz des Börsenkurses der EQS Group AG hat die Bewertungsgutachterin darüber hinaus Bandbreiten des Unternehmenswerts der EQS Group AG auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt. Zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts hat die Bewertungsgutachterin bei ihrer Bewertung den IDW S 1 berücksichtigt.
88. Wir erachten die im vorliegenden Fall zugrunde gelegte Methode zur Ermittlung des Ausgangswerts für die Barabfindung als angemessen.
89. Zu den Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf den Abschnitt D unseres Berichts.

III. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

90. Sofern sich besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung ergeben haben, sind wir gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG verpflichtet, diese in unserem Prüfungsbericht anzugeben.
91. Aufgrund unserer Tätigkeit im Rahmen der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung stellen wir fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten i.S.d. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG aufgetreten sind.

D. PRÜFUNGSFESTSTELLUNGEN IM EINZELNEN

I. Bewertungsobjekt

1. Rechtliche Grundlagen

92. Die folgende tabellarische Darstellung enthält einen Überblick über die rechtlichen Verhältnisse der EQS Group AG.

Firma:	EQS Group AG
Sitz:	München
Satzung:	In der Fassung vom 2. Februar 2024
Rechtsform:	Aktiengesellschaft
Handelsregister:	München, HRB 131048
Gegenstand des Unternehmens:	Gegenstand des Unternehmens ist im Wesentlichen die Erstellung und Vertrieb von internetbasierten Software-as-a-Service-Lösungen aus den Bereichen Compliance, Investor Relations und ESG (Environmental, Social and Governance), die es Unternehmen ermöglichen, rechtliche und regulatorische Vorgaben einzuhalten, kommunikative Maßnahmen vorzunehmen sowie Aufgaben aus diesen Bereichen digital abzubilden und effizient zu bewältigen. Ferner zählt auch die Erbringung von Dienstleistungen in den genannten Bereichen zum Unternehmensgegenstand. Darunter fallen insbesondere das Design und die Realisierung von unternehmensspezifischen Investor Relations- und Corporate Communications-Auftritten im Internet, Produktion und Übertragung von Investoren-Webcasts und virtuellen Hauptversammlungen, Beantragung der Finanzkennung Legal Entity Identifier (LEI) oder Erstellung und Einreichung von Dokumenten im ESEF- oder XML-Format.
Geschäftsjahr:	Kalenderjahr
Grundkapital:	Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt derzeit 11.026.633 € und ist in 11.026.633 auf den Namen lautende Stückaktien mit einem rechnerischen anteiligen Betrag am Grundkapital von je 1,00 € je Aktie eingeteilt. Der Vorstand ist durch Beschluss der Hauptversammlung vom 30. Juni 2023 ermächtigt worden, das Grundkapital mit Zustimmung des Aufsichtsrates bis zum 29. Juni 2028 gegen Bareinlage einmal oder mehrmals, durch Ausgabe von bis zu

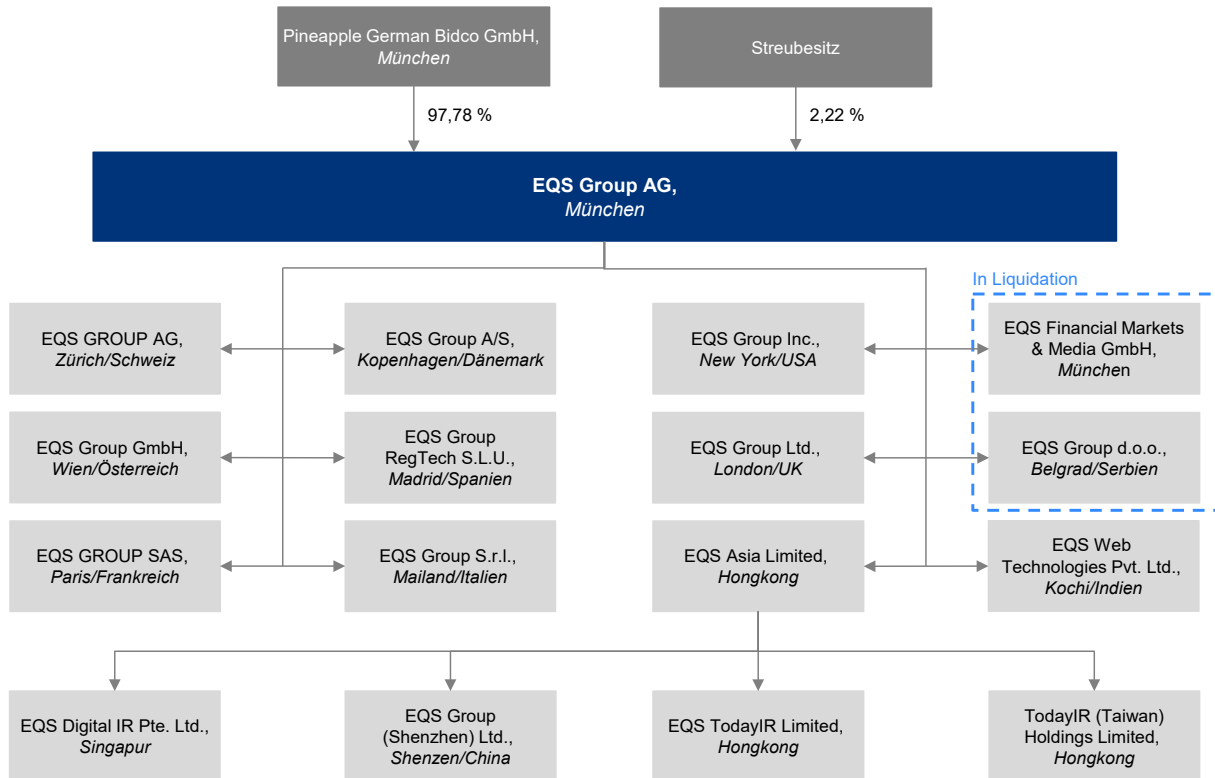
	<p>2.506.053 neuen auf den Namen lautenden Stammaktien, um insgesamt bis zu 2.506.053 € zu erhöhen („Genehmigtes Kapital 2023“). Aufgrund der im Februar 2024 durchgeführten Erhöhung des Grundkapitals um 1.002.421 € auf 11.026.633 €, beträgt das Genehmigte Kapital 2023 nach teilweiser Ausschöpfung noch 1.503.632 €.</p> <p>Durch die Hauptversammlung der Gesellschaft vom 14. Mai 2021 wurde eine bedingte Erhöhung des Grundkapitals um bis zu 3.941.125 €, durch die Ausgabe von 3.941.125 neuen, auf den Namen lautenden Stückaktien beschlossen. Das bedingte Kapital dient ausschließlich der Gewährung von Aktien an die Inhaber von Wandel- und/oder Optionsschuldverschreibungen, welche bis zum 13. Mai 2026 von der Gesellschaft oder durch eine 100 %ige unmittelbare oder mittelbare Beteiligungsgesellschaft der Gesellschaft begeben werden („Bedingtes Kapital 2021“).</p>				
Aktionärsstruktur:	<p>Unter Berücksichtigung der im Februar 2024 durchgeführten Kapitalerhöhung, in deren Rahmen die Pineapple Bidco 1.002.421 neue Aktien der EQS Group AG zu einem Preis von 40,00 € je Aktie gezeichnet hat, hält die Pineapple Bidco nunmehr 10.781.314 Aktien der EQS Group AG.</p> <p>Die Aktionärsstruktur stellt sich derzeit demnach wie folgt dar:</p> <table> <tr> <td>Pineapple German Bidco GmbH</td> <td>97,78 %</td> </tr> <tr> <td>Streubesitz</td> <td>2,22 %</td> </tr> </table>	Pineapple German Bidco GmbH	97,78 %	Streubesitz	2,22 %
Pineapple German Bidco GmbH	97,78 %				
Streubesitz	2,22 %				
Aufsichtsrat:	<p>Robert Wirth (Vorsitzender) Laurenz Nienaber (Stellvertretender Vorsitzender) Prof. Dr. Kerstin Lopatta Catharina van Delden Stephan Ritter</p>				
Vorstand:	<p>Achim Weick, Chief Executive Officer (CEO) André Silvério Marques, Chief Financial Officer (CFO) Christian Pflieger, Chief Operating Officer (COO) Marcus Sultzer, Chief Revenue Officer (CRO)</p>				
Steuerliche Verhältnisse:	<ul style="list-style-type: none"> Nach den Steuerberechnungen der Gesellschaft bestehen in Deutschland zum 31. Dezember 2023 körperschaftsteuerliche Verlustvorträge i.H.v. 21,9 Mio. € und gewerbesteuerliche Verlustvorträge i.H.v. 19,7 Mio. €. Zudem verfügt die EQS Group über steuerliche Verlustvorträge in den USA (5,0 Mio. €), Frankreich (3,5 Mio. €), UK (1,0 Mio. €), Spanien (1,0 Mio. €), Hongkong (1,0 Mio. €) und Italien (0,5 Mio. €). Die EQS Group AG weist zum 31. Dezember 2023 ein steuerliches Einlagenkonto i.H.v. 109,5 Mio. € auf. 				

<p>Börsennotierung:</p>	<p>Die Aktien der Gesellschaft wurden bis zum Ablauf des 6. Mai 2024 („Delisting“) unter der ISIN DE0005494165 im Freiverkehr der Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main (Segmente „Scale“ und „Basic Board“), München (Segment „m:access“ und allgemeiner Freiverkehr), Stuttgart und der Tradedate Exchange gehandelt.</p> <p>Die Einbeziehung der Aktien der Gesellschaft zum Handel an den Börsen Frankfurt am Main und München erfolgte auf Veranlassung der Gesellschaft.</p> <p>In Folge des Vollzugs des Übernahmeangebots der Pineapple Bidco am 2. Februar 2024 hat die EQS Group mit Schreiben vom 5. Februar 2024 beantragt, die Einbeziehung der Aktien in den Handel in den Freiverkehrssegmenten der Börsen Frankfurt am Main und München zu beenden. Mit Ablauf des 6. Mai 2024 wurde die Einbeziehung der Aktien der EQS Group AG in den Freiverkehr an den Wertpapierbörsen in Frankfurt und München beendet. Seitdem findet dort kein Handel in EQS-Aktien mehr statt.</p> <p>Die Aktien der EQS Group AG werden auch nicht mit Zustimmung oder auf Veranlassung der Gesellschaft im Freiverkehr an anderen Handelsplätzen gehandelt.</p>
-------------------------	--

Quelle: EQS Group AG

Tabelle 1: Rechtliche Verhältnisse der EQS Group AG

93. Die gesellschaftsrechtliche Struktur der EQS Group AG ist nachfolgend graphisch dargestellt:



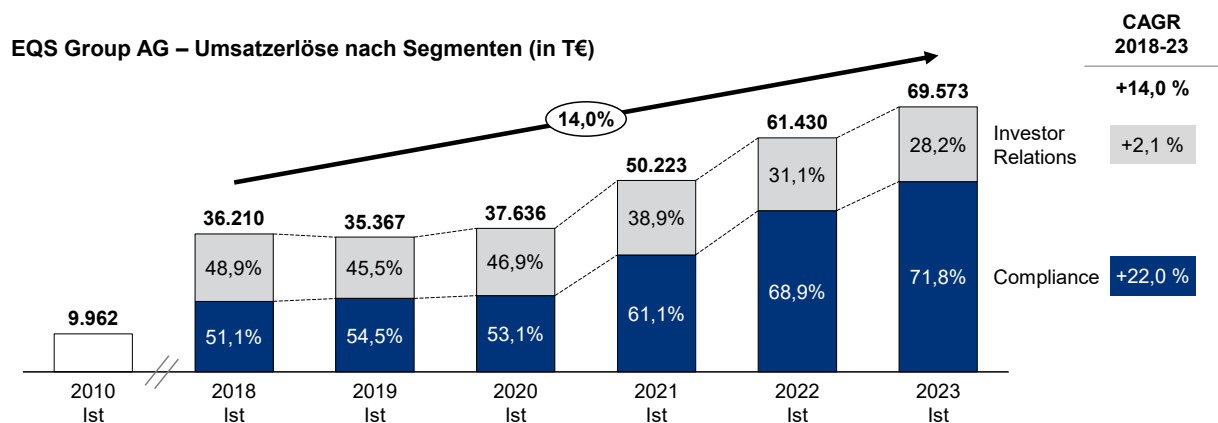
Quelle: EQS Group AG; IVA-Analysen

Abbildung 1: Aktuelle gesellschaftsrechtliche Struktur der EQS Group AG

94. Die EQS Group AG wird mit einem Anteil von 97,78 % von der Pineapple German Bidco GmbH gehalten. Des Weiteren befinden sich 2,22 % der Aktien im Streubesitz. Der Konsolidierungskreis der EQS Group AG umfasst zum Bewertungsstichtag 16 vollkonsolidierte Tochterunternehmen sowie die EQS Group AG als Muttergesellschaft. Bis auf die indische Tochtergesellschaft EQS Web Technologies Pvt. Ltd. mit Sitz in Kochi, von der rd. 99,99 % der Anteile von der EQS Group AG gehalten werden, befinden sich alle Tochterunternehmen mittelbar oder unmittelbar zu 100,00 % im Besitz der EQS Group AG. Zwei der Tochterunternehmen, die EQS Financials Markets & Media GmbH mit Sitz in München sowie die EQS Group d.o.o. mit Sitz in Belgrad/Serbien, befinden sich zum Bewertungsstichtag in Liquidation.

2. Wirtschaftliche Grundlagen

95. Die im Jahr 2000 vom heutigen CEO Achim Weick gegründete und in München ansässige EQS Group AG (vormals EquityStory AG) ist ein international führender Anbieter von Softwarelösungen im Bereich der regulatorischen Technologie, sog. RegTech. Unter RegTech werden digitale Technologien verstanden, die zur Vereinfachung, Automatisierung und Verbesserung im Umgang mit Governance-, Risiko- und Compliance-Themen beitragen.
96. Am Hauptsitz in München und an insgesamt 13 weiteren Standorten in verschiedenen Finanzmetropolen sowie in einem Technologiezentrum in Kochi (Indien) waren in 2023 durchschnittlich 566 Mitarbeiter für das Unternehmen tätig.
97. Die Softwarelösungen der EQS Group AG sind in einer standardisierten, hoch skalierbaren Technologieplattform gebündelt. Sie unterstützen sowohl Unternehmen als auch Institutionen und Organisationen bei der Einhaltung regulatorischer Anforderungen, bei ihren Berichtspflichten und in der Investorenansprache. Die cloudbasierten Produkte und Services von EQS adressieren die Bereiche Corporate Compliance und Investor Relations („IR“), die zugleich die zwei Segmente des Unternehmens markieren. Das Segment Corporate Compliance der EQS Group AG bietet Lösungen an, die Unternehmen dabei unterstützen, gesetzliche und regulatorische Anforderungen zu erfüllen. Das Segment IR konzentriert sich darauf, Unternehmen bei der Kommunikation mit ihren Investoren und der Öffentlichkeit zu unterstützen
98. Die nachfolgende Abbildung stellt die Umsatzentwicklung des EQS Group-Konzerns über die vergangenen sechs Jahre nach den beiden Geschäftssegmenten dar:



Quelle: EQS Group AG; IVA-Darstellung

Abbildung 2: Umsatzerlöse des EQS Group-Konzerns im Zeitraum von 2018 bis 2023

99. Die Gesellschaft realisierte in den vergangenen Jahren deutliche Wachstumssprünge und erreichte zuletzt in 2023 Umsatzerlöse von 69.573 T€. Compliance-Lösungen repräsentieren mit einem Umsatzanteil von rd. 71,8 % im Geschäftsjahr 2023 mittlerweile das deutlich größere und auch wachstumsstärkere Segment. Während die Nachfrage im Compliance-Bereich regulatorisch getrieben ist, stehen im IR-Bereich mit einem Umsatzanteil von rd. 28,2 % eher Best-Practice-Überlegungen im Vordergrund.
100. Die Wurzeln des Unternehmens liegen in der Investorenkommunikation von Unternehmen und reichen in die Anfänge des Digitalisierungszeitalters zurück. Die Unternehmensgründer stützten sich auf ihre Erfahrungen, die sie vor der Jahrtausendwende im Umfeld zahlreicher Börsengänge als Berater im Bereich IR gesammelt hatten. Ihr Ziel war es, als IR-Dienstleister die Kommunikation börsennotierter Gesellschaften digitaler und effizienter zu gestalten und diesen zugleich neue Verbreitungskanäle zu erschließen. Bei den Produkten handelte es sich zunächst um Stand alone-Lösungen in Form einzelner Tools, etwa für die Einbettung einer graphischen Darstellung des Aktienkursverlaufs (Charts) auf der Website.
101. Ein wichtiger Meilenstein für die Entwicklung des Unternehmens war 2005 der Erwerb der DGAP (Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc Publizität mbH, München), dem schon damals unbestrittenen Marktführer bei der Verbreitung von Pflichtmitteilungen börsennotierter Unternehmen in Deutschland. In Deutschland entfielen auf die DGAP bereits zum damaligen Zeitpunkt über drei Viertel aller elektronisch verbreiteten Ad-hoc-Mitteilungen.³ Durch diese Akquisition erhielt die heutige EQS Group AG Zugang zu einem Kundenstamm von insgesamt 900 börsennotierten Unternehmen.⁴ Damit wurde das Online-Kommunikationsunternehmen, das nur ein Jahr später an der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet wurde, mit deutlichem Abstand Marktführer bei integrierten IR-Dienstleistungen im Internet.
102. Mit der kontinuierlichen Erweiterung des Angebots entstand in den Folgejahren der Gedanke, die vielfältigen Arbeitsprozesse von IR-Managern in einer zentralen Software-Plattform abzubilden. Sukzessive resultierte daraus eine integrierte Kommunikationslösung, die alle Offenlegungs-, Mitteilungs- und Dokumentationspflichten abdeckt und einen aktiven Dialog mit Investoren und Mitarbeitern ermöglicht.
103. Begleitet wurden diese Aktivitäten von einer erfolgreichen Geschäftsentwicklung, die sich 2010 in einem Umsatz von 9.962 T€ und einem operativen Gewinn von 2.801 T€ niederschlug. Seit der Jahrtausendwende war jedoch ein Schrumpfungsprozess des regulierten Marktes zu beobachten. Dazu haben sowohl Austritte aus geregelten Marktsegmenten, Delistings und





³ Vgl. Deutsche Börse, Geschäftsbericht 2005, S. 3.

⁴ Vgl. Geschäftsbericht der EquityStory AG 2005, S. 7.

Insolvenzen beigetragen als auch eine im Vergleich zur Dotcom-Blase deutlich geringere Zahl an Börsengängen. Noch konnte die EQS die daraus resultierenden negativen Folgen kompensieren: zum einen durch den allgemeinen Digitalisierungsschub und durch eine aufgrund der dominanten Marktstellung hohe Preissetzungsmacht, was insgesamt zu steigenden Umsätzen pro Kunde führte. Zum anderen wurden die Zielkunden auf nicht-börsennotierte Unternehmen im Bereich der Online Corporate Communications ausgeweitet. Dennoch wollte das Management die Abhängigkeit der EQS Group AG vom deutschen (Aktien-)Markt reduzieren und gleichzeitig stärker von der Skalierbarkeit des Geschäftsmodells profitieren.

104. Nicht zuletzt unter dem Eindruck der Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009 richtete sich der Blick daher auf die Erschließung neuer geographischer Märkte. Neben dem Nachbarland Schweiz wurden zunächst vor allem Emerging Markets wie Russland oder Asien ins Visier genommen. Diese Märkte schätzte das Unternehmen weniger wettbewerbsintensiv ein als etwa Länder wie die USA oder Großbritannien, wo die Kapitalmarktorientierung seit jeher stärker ausgeprägt war. Ermutigt durch positive Entwicklungen in diesen Märkten, allen voran in Russland, wagte sich der inzwischen unter dem Brand EQS Group firmierende Konzern ab etwa 2015 auch in weitere europäische Märkte und in die USA. Dennoch blieben Zweifel, ob die EQS Group über die kritische Größe verfügt, um IR-Unternehmen in den Hauptmärkten USA und Großbritannien Konkurrenz machen zu können.
105. In den USA wurde die EQS Group auf das Thema Compliance und speziell den Hinweisgeberschutz aufmerksam. Dort schreibt der infolge von Bilanzskandalen wie bei Enron bereits 2002 eingeführte Sarbanes-Oxley Act vor, dass Unternehmen über strenge Richtlinien und Verfahren zur Meldung von Missständen verfügen müssen. In Europa sollte eine vergleichbare Gesetzgebung zwar noch mehrere Jahre auf sich warten lassen, aber das Thema war durch Skandale wie LuxLeaks im Jahre 2014 oder die Panama Papers im Jahre 2016 bereits auf der politischen Agenda. Auch wurde Mitte der 2010er Jahre in Europa bereits konkret darüber diskutiert, wie die Achtung von Menschen- und Kinderrechten entlang globaler Lieferketten gesetzlich verankert werden könnte.
106. Die EQS Group sah in diesen Entwicklungen für sich die Chance, die eigene Nische zu verlassen, indem sie über das Thema Corporate Compliance ihren relevanten Markt neu definiert. Compliance ist nicht auf börsennotierte Gesellschaften beschränkt, sondern betrifft auch das um ein Vielfaches größere Segment der nicht gelisteten Unternehmen. Die Kundenbeziehung zu nahezu allen DAX-Unternehmen und die damit verbundene Reputation bot außerdem eine gute Ausgangssituation, um in den Corporate Compliance-Markt einzusteigen. Ferner zeigten sich bei den Anforderungen an die digitalen Arbeitsprozesse von Compliance-Abteilungen viele Überschneidungen mit der IR-Seite.





107. Der Einstieg in das neue Marktsegment erfolgte über mehrere Akquisitionen, beginnend im Jahre 2017 mit der Übernahme der Integrity Line GmbH, dem führenden Schweizer Anbieter im Bereich digitaler Hinweisgebersysteme. 2020 kam es zur Übernahme der dänischen Goth Ethics A/S (effektiv zum 1. Januar 2021). In 2021 wurde zudem die in Deutschland ansässige und als Pionier für Hinweisgebersysteme geltende Business Keeper GmbH erworben. Durch diese Investitionen gelang es der EQS Group, diesen Markt de facto zu konsolidieren und zum führenden Cloud-Anbieter von Hinweisgebersystemen in Europa zu avancieren. Neben einem bewussten, sich über mehrere Jahre erstreckenden Profitabilitätsverzicht ging damit eine weit über das Umsatzwachstum hinausgehende Bilanzausweitung einher, die aus der Aktivierung von Kundenstämmen, erworbener Software und dem Goodwill der akquirierten Unternehmen resultierte. Durch die Akquisition wurde in 2021 die Marke von 50 Mio. € Umsatz überschritten.
108. Das Produktangebot im **Bereich Corporate Compliance** wurde zudem durch die Entwicklung eigener Applikationen ergänzt. 2021 erwarb EQS Group dazu noch die C2S2 GmbH mit Sitz in Bonn, die mit Rulebook eine Softwarelösung für eine intelligente Suchfunktion im Bereich Policy Management entwickelt hatte.
109. Kernstück des heutigen Produktangebots der EQS Group ist die integrierte COCKPIT-Plattform, in der in beiden Segmenten die wichtigsten Workflows gebündelt sind, mit denen Kunden ihre diesbezüglichen Prozesse steuern und regulatorische Pflichten erfüllen können.
110. Im Segment Compliance werden die Bereiche Hinweisgeberschutz und Fallbearbeitung, Richtlinienmanagement und Genehmigungsprozesse, Geschäftspartnermanagement, Insiderlistenverwaltung und Meldepflichten abgedeckt. Insgesamt bietet die EQS Group vier Applikationen an, die einzeln oder zusammen erworben werden können. Dabei handelt es sich um die folgenden Module:

Module im Compliance-COCKPIT	
Applikation	Funktion
 Integrity Line	Sicheres und anonymes Hinweisgebersystem
 Policies	Verwaltung und Kommunikation von Regelungen und Richtlinien
 Approvals	Verwaltung von Genehmigungs- und Offenlegungsprozessen hinsichtlich Geschenken, Einladungen und Interessenskonflikten
 Third Parties	Erfassung und Bewertung nachhaltigkeitsbezogener Risiken in der Lieferkette

Quelle: EQS Group AG – Website, Geschäftsbericht 2023

Tabelle 2: Übersicht über die Module im Compliance-COCKPIT

111. Mit Risk hat die EQS Group für 2024 die Markteinführung eines fünften Moduls angekündigt. Es soll Unternehmen die Möglichkeit bieten, ihre Compliance-Risiken zu erfassen, zu bewerten und mit Maßnahmen zu versehen.
112. Außerhalb der Plattform bietet die EQS Group zudem als Service ein Software-Tool für Mitarbeiter an, das Richtlinien einfach erklärt (Rulebook), während der Insider Manger die Verwaltung von Insiderlisten gemäß EU-Marktmissbrauchsverordnung ermöglicht.
113. Zu den übrigen Cloud-Services zählen Filings, also die Konvertierung von Finanzinformationen in das jeweils geforderte Format (beispielsweise XML zur Einreichung beim Unternehmensregister, XBRL für den Meldebogen zur europäischen Bankenabgabe, K3/K4 für Meldungen an die Bundesbank) und deren rechtssichere Übermittlung an die zuständigen Stellen, sowie die Vergabe des Legal Entity Identifiers (LEI).
114. Die Produkte und Services können gebündelt oder einzeln erworben werden. Da nicht alle Kunden das COCKPIT nutzen, weist die EQS Group die Service-Umsätze separat aus.
115. Die Angebote im Bereich **Investor Relations**, die sich an kapitalmarktorientierte Unternehmen richten, unterstützen diese bei der Umsetzung gesetzlicher und freiwilliger Transparenzanforderungen sowie der Pflege von Investorendaten. Hier gibt es die folgenden COCKPIT-Applikationen:

Module im Investor-Relations-COCKPIT		
Applikation		Funktion
 Disclosure		Rechtssicherer Versand von Pflichtmitteilungen
 Newswire		Distribution von Unternehmensmitteilungen in Europa, Nordamerika und Asien und Kommunizieren von Regelungen und Richtlinien
 CRM & Mailing		Verwaltung von IR-Kontakten und IR-Kommunikation durch E-Mail- und Newsletter-Versand
 Investors		Professionelles Investoren-Targeting

Quelle: EQS Group AG – Website, Geschäftsbericht 2023

Tabelle 3: Übersicht über die Module im Investor Relations-COCKPIT

116. Weitere als Service angebotene IR-Lösungen umfassen Audio- und Video-Webcasts, Online-Hauptversammlungen, Websites und Reports sowie IR-Tools (interaktive Website-Inhalte wie z.B. Kursentwicklung, Kennzahlenvergleich).

117. Die Abgrenzung der beiden Segmente ist nicht immer eindeutig, da es inhaltliche Überschneidungen gibt. So decken beispielsweise die für börsennotierte Gesellschaften im Segment IR bestehenden Meldepflichten im Nachrichtenbereich (Disclosure) letztlich auch Compliance-Vorgaben ab.
118. Mit Einführung der Cloud-Plattform COCKPIT in der zweiten Jahreshälfte 2019 änderte sich das Erlösmodell der EQS Group hin zu wiederkehrenden Umsätzen aus Cloudsoftware-Lizenzverträgen (Software-as-a-Service, SaaS). Hier bezahlt der Kunde für die Nutzungsrechte an der Software im Rahmen eines Abonnement-Modells, während die Bereitstellung der Software über Rechenzentren erfolgt. Das SaaS-Modell hat gegenüber dem noch immer weit verbreiteten Lizenzmodell, bei dem der Kunde eine Lizenz erwirbt und die Software beim Kunden (On-Premise) installiert wird, eine Reihe von Vorteilen: deutlich geringere Implementierungskosten, zentral und fortlaufende Wartung und Fehlerbehebung, leichtere Skalierbarkeit. Aus Anbietersicht sind vor allem die wiederkehrenden Einnahmen attraktiv, auch die Kundenbetreuung ist effizienter.
119. Wiederkehrende Erlöse erzielt die EQS Group aber nicht nur aus der Bereitstellung von Cloudsoftware, sondern auch aus der Berichtskonvertierung und Einreichung von Finanzinformationen, für Video- und Audiowebscasts sowie aus dem Hosting und der Pflege dieser Anwendungen. Insgesamt haben die wiederkehrenden Erlöse im Berichtsjahr 2023 ein Niveau von rund 88,0 % am Umsatz von zuletzt rd. 69,6 Mio. € erreicht.
120. Die Subskriptionen im Volumen von 40,0 Mio. € bis 45,0 Mio. € werden zu etwa 90,0 % vorausbezahlt, was für einen niedrigeren Forderungsbestand und ein negatives Working Capital sorgt. Die Verträge haben typischerweise eine Laufzeit von zwölf Monaten mit automatischer Verlängerung.
121. Bei der Verbreitung von Unternehmensmitteilungen erfolgt die Vergütung pro Nachricht in Abhängigkeit vom gewählten Verbreitungsnetzwerk. Einmalige Erlöse resultieren aus der Erstellung von Webseiten, Apps, Charts, Tools oder digitalen Berichten.
122. Im Marketing und Vertrieb werden Großkunden von der EQS Group in den meisten Fällen direkt angesprochen. Unternehmen mittlerer Größe versucht die EQS Group über Webinare, Whitepapers oder Konferenzen zu erreichen. Lediglich bei kleineren und mittleren, nicht börsennotierten Gesellschaften sowie bei Institutionen und Organisationen spielen Vertriebspartnerschaften eine nennenswerte Rolle. Mit dem Bundesanzeiger Verlag gibt es eine Kooperation, andere Partner sind IT-Systemhäuser, Rechtsanwälte oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, die aber nur Empfehlungen an ihre Kunden aussprechen. Bezogen auf den Gesamtumsatz liegt der Anteil der über Vermittler generierten Umsätze laut EQS deutlich unter 10,0 %.

123. Die Plattform-Strategie der EQS Group eröffnet Cross-Selling-Potenziale, durch die sie den Umsatz je Kunde steigern kann. Bei Kunden, die aufgrund gesetzlicher Vorschriften erstmalig ein Compliance-Produkt von EQS erwerben, bietet sich die Möglichkeit, diesen nach und nach weitere Compliance-Produkte zu verkaufen.
124. Mit einem Kundenstamm von mittlerweile mehr als 8.000 Unternehmen aller Größenklassen ist die EQS Group nicht auf einzelne Branchen fokussiert. Vielmehr kommen die Produkte der EQS Group auch bei Kommunen und staatlichen Einrichtungen zum Einsatz. Die Gesellschaft weist keine signifikanten Abhängigkeiten von einzelnen Kunden auf.
125. Die Mehrzahl der Kunden ist dem Segment Compliance zuzuordnen, da vor allem in Europa immer mehr Unternehmen und Institutionen von Regulierung betroffen sind. In der EU allein gibt es rd. 250.000 Unternehmen mit mehr als 50 Mitarbeitern – der Schwelle, ab der die Whistleblower-Richtlinie greift. Im Segment IR handelt es sich bei den Kunden fast ausschließlich um börsennotierte Gesellschaften, deren Anzahl begrenzt ist.
126. Das Gros der Kunden befindet sich in den Ländern der europäischen Union, da die EQS Group aufgrund der einheitlichen Regulatorik hier ihren vertrieblichen Fokus hat. Auf Deutschland entfällt dabei ein Umsatzanteil von rund 69,6 %. Es bestehen aber durchaus auch außereuropäische Kundenbeziehungen, vor allem dort, wo es vergleichbare Gesetze oder Richtlinien gibt und Verbindungen zu europäischen Märkten bestehen, wie etwa in der Schweiz. Der ausländische Umsatzanteil hat sich seit 2021 um zwei Prozentpunkte auf 30,4 % erhöht.
127. In der Produktentwicklung konzentriert sich die EQS Group auf die Funktionserweiterung des bestehenden Portfolios und die Entwicklung neuer Cloudlösungen im Rahmen des EQS COCKPIT, wie etwa die Entwicklung einer Software-Applikation für die EU-Nachhaltigkeitsberichtsrichtlinie (CSRD). Dabei orientiert sich die EQS Group sowohl an den entsprechenden Marktanforderungen (Gesetze, Regularien) als auch an neuen Möglichkeiten, die sich aus technologischen Innovationen ableiten.

3. Markt und Wettbewerbssituation

a) Marktumfeld

aa) Compliance-Markt

Regulatorik und Compliance

128. In der vergangenen Dekade sind die regulatorischen Anforderungen für Unternehmen, insbesondere in der EU, kontinuierlich gestiegen. Diese Zunahme der Regulierung hat zu einem komplexeren und anspruchsvolleren Umfeld für Unternehmen geführt, in dem die Einhaltung von Gesetzen, Vorschriften und Standards (Compliance) mittlerweile eine zentrale Rolle spielt. Compliance umfasst die Gesamtheit aller Maßnahmen, die ein Unternehmen ergreift, um sich regelkonform zu verhalten. Dies kann eine Vielzahl von Aktivitäten beinhalten, wie z.B. die Erstellung und Umsetzung von Compliance-Richtlinien und -Verfahren, die Schulung von Mitarbeitern, die Überwachung von Risiken und die Meldung von Verstößen.
129. Das allgemeine Bewusstsein für das Thema Compliance und einer damit verbundenen Sanktionierung von Verstößen gegen Vorschriften wurde erstmals durch den Bestechungsskandal um den US-Rüstungskonzern Lockheed in den 1970er Jahren geschärft. Die US-Regierung reagierte auf die Affäre mit dem „Foreign Corrupt Practices Act“, der die Zahlung von Bestechungsgeldern an ausländische Amtsträger verhindern sollte. Ein weiterer bedeutsamer Schritt, die Regelkonformität bzw. Compliance in Unternehmen zu verbessern, markierte der „Sarbanes-Oxley Act“. Das US-Gesetz wurde im Jahr 2002 in Folge mehrerer Bilanzskandale von Unternehmen wie Enron und Worldcom verabschiedet. Es zielte darauf ab, das Vertrauen in die Berichterstattung von Unternehmen durch strengere Vorschriften hinsichtlich Rechnungslegung sowie Prüfung wiederherzustellen.
130. Spätestens seit der Finanzkrise 2008 rückte das Themenfeld Compliance auch in Europa stärker in den Fokus der Gesetzgeber und der Öffentlichkeit. Seither wurden weltweit politische Anstrengungen unternommen, vor allem die Finanzmärkte strenger zu regulieren und zu überwachen, damit diese nicht noch einmal die Finanzstabilität gefährden und zum Auslöser einer weltweiten Rezession werden. Der Internationale Währungsfonds (IWF) führte in seinem Jahresbericht 2009 als Ursache für die Finanzkrise u.a. eine unzureichende Regulierung der internen und internationalen Finanzmärkte, fragmentierte Regulierungsstrukturen sowie eine unangemessene Offenlegung von Risiken an (vgl. IWF, Jahresbericht 2009, S.9). Die dadurch ausgelöste Reform- und Regulierungswelle beschränkte sich jedoch nicht auf den Finanzsektor, auch für Unternehmen anderer Branchen stiegen die Transparenzanforderungen massiv an. Zu den wesentlichen Compliance-Neuerungen im europäischen Raum zählen unter anderem die von der EU verabschiedete Datenschutz-Grundverordnung (DSGVO) sowie die Hinweisgeberrichtlinie.

131. Die Datenschutz-Grundverordnung (Verordnung (EU) 2016/679) trat am 25. Mai 2018 in Kraft und dient vor allem dem Schutz natürlicher Personen bei der Verarbeitung ihrer personenbezogenen Daten. Die Verordnung räumt Bürgern umfangreiche Rechte in Bezug auf diese Daten ein, darunter insbesondere das Recht auf Auskunft, Berichtigung, Löschung und Einschränkung der Weiterverarbeitung ihrer Daten. Unternehmen sind zur Beachtung dieser Rechte sowie einem transparenten Umgang hinsichtlich Datenverarbeitung verpflichtet. Die Vorschrift hat die Datenschutzlandschaft in der EU grundlegend verändert und stellt Unternehmen aufgrund der strengen Regelungen vor komplexe Compliance-Herausforderungen.
132. Als EU-Hinweisgeberrichtlinie wird die am 16. Dezember 2019 in Kraft getretene Richtlinie zum Schutz von Personen bezeichnet, die Verstöße gegen das Unionsrecht melden (Richtlinie (EU) 2019/1937). Sie setzt sich den Schutz von „Whistleblowern“ zum Ziel, denen es ermöglicht werden soll, auf Missstände (illegale Tätigkeiten oder Rechtsmissbrauch) hinzuweisen, ohne dafür Sanktionen oder Repressalien wie beispielsweise eine Entlassung, Gehaltsminderung oder sonstige Diskriminierung befürchten zu müssen. Dies soll durch die Aufstellung von in der Richtlinie definierten Standards zum Meldevorgang und zum Schutz von Meldenden gewährleistet werden. Präventive Maßnahmen zur Vermeidung von Verstößen werden nicht verlangt, die Richtlinie soll stattdessen lediglich zur Vermeidung von Schäden und zur Aufdeckung von Bedrohungen oder Schäden des öffentlichen Interesses beitragen, die andernfalls unentdeckt blieben.⁵
133. Die Effektivität von Hinweisgebersystemen in der Aufdeckung von Fehlverhalten ist mittlerweile empirisch nachgewiesen. So berichtet die „Association of Certified Fraud Examiners“ in ihrem „Report to the Nations 2024“, dass 43 % aller Betrugsfälle durch Hinweisgeber aufgedeckt werden und auf diese Weise über dreimal mehr Fälle ans Licht kommen als bei anderen Methoden.⁶ Verstöße i.S.d. Richtlinie sind rechtswidrige Handlungen oder Unterlassungen, die unter anderem die Bereiche Finanzmarkt, Umweltschutz, öffentliche Sicherheit, Verbraucherschutz oder den Datenschutz tangieren.
134. Unternehmen werden durch die Vorgaben der Richtlinie zur Einrichtung von Kanälen und Verfahren für interne Meldungen sowie zur Durchführung angemessener Folgemaßnahmen verpflichtet. Meldekanäle können dabei sowohl vom Unternehmen in Eigenregie als auch von externen Dienstleistern betrieben werden. Für die Bearbeitung von Meldungen werden Unternehmen umfangreiche Pflichten und strenge Fristen auferlegt. Konkret müssen Hinweisgeber beispielsweise spätestens nach sieben Tagen eine Eingangsbestätigung für

⁵ Vgl. Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zum Schutz von Personen, die Verstöße gegen das Unionsrecht melden, COM(2018) 218 final, April 2018.

⁶ Vgl. Association of Certified Fraud Examiners Inc., Report to the Nations 2024, S.23-24.

ihre Meldung erhalten. Zudem muss innerhalb von drei Monaten nach dieser Bestätigung eine Rückmeldung zu geplanten oder getroffenen Maßnahmen kommuniziert werden. Des Weiteren müssen die Unternehmen gewährleisten, dass der Vorgang unter Einhaltung datenschutzrechtlicher Vorgaben der DSGVO abläuft und die Identität des Hinweisgebers geschützt wird.

135. Die Richtlinie definiert für Hinweisgeber umfassende Schutzrechte und -mechanismen. Hierzu zählt unter anderem die Sanktionierung jeglicher Form von Repressalien gegen Hinweisgeber – schon der Versuch kann strafbar sein. Auch das Einleiten mutwilliger Gerichtsverfahren gegen Hinweisgeber sowie die Offenlegung der Identität von Hinweisgebern wird durch die Richtlinie untersagt. In der deutschen Umsetzung der Richtlinie werden solche Tatbestände mit Bußgeldern von bis zu 50.000 € bestraft.
136. Von der Richtlinie betroffen sind Unternehmen, die durchschnittlich mehr als 50 Mitarbeiter beschäftigen. Hierbei wurde von der EU jedoch eine Übergangsfrist eingeräumt, nach der bis zum 17. Dezember 2023 zunächst nur Unternehmen mit durchschnittlich mehr als 250 Mitarbeitern die entsprechenden Vorgaben umsetzen mussten. Nach aktuellen Schätzungen fallen europaweit rund 50.000 Unternehmen unter die Vorgaben der ersten Stufe, in der zweiten Phase erhöht sich die Zahl der betroffenen Unternehmen um weitere 200.000 (vgl. GSC Research GmbH, Broker Report – EQS Group, 23.05.2023).
137. Die EU-Hinweisgeberrichtlinie musste von den Mitgliedstaaten, wie bei anderen Richtlinien grundsätzlich auch, innerhalb von zwei Jahren nach Inkrafttreten in nationales Gesetz übernommen werden. Zum eigentlichen Fristablauf am 17. Dezember 2021 war dies jedoch nur in Dänemark und Schweden erfolgt. In Malta trat die entsprechende Regelung zum 20. Dezember 2021 in Kraft. Darüber hinaus hatten im Dezember Litauen und Portugal bereits entsprechende Gesetze verabschiedet, die jedoch erst im Laufe des Jahres 2022 wirksam werden sollten. Die EU-Kommission richtete daraufhin im Januar und Februar wegen unzureichender oder nicht fristgerechter Umsetzung Aufforderungsschreiben an Mitgliedsstaaten, die zu einer dringenden Umsetzung ermahnten.⁷ Die Gründe für die Verzögerungen waren indes vielfältig, generell sorgten die hohen Mindestanforderungen bei gleichzeitig großem Ausgestaltungsspielraum für umfangreiche politische Diskussionen, was den Gesetzgebungsprozess in die Länge zog. Im Februar 2023 verklagte die EU dann acht Nachzügler, die die Richtlinie bis dahin immer noch nicht umgesetzt hatten, vor dem europäischen Gerichtshof (vgl. EU-Kommission, Pressemitteilung vom 15. Februar 2023).

⁷ Vgl. Dentons, Transposing the Whistleblower Protection Directive across the EU: Let there be chaos!; März 2022.

Hierzu zählten Deutschland, Estland, Italien, Luxemburg, Polen, Spanien, Tschechien und Ungarn.⁸

138. Im deutschen Recht wurde die Richtlinie schließlich im sog. Hinweisgeberschutzgesetz (HinSchG) umgesetzt. Es trat nach vielen Verzögerungen und einer zwischenzeitlichen Blockade durch den Bundesrat am 3. Juli 2023 in Kraft. Grundsätzlich wurden die Vorgaben der Richtlinie übernommen und nur in einigen Aspekten konkretisiert. Das Gesetz gilt, wie die europaweite Richtlinie vorgibt, für Unternehmen mit einer durchschnittlichen Mitarbeiterzahl von 50 oder mehr. Unabhängig von der Mitarbeiterzahl müssen zudem alle unter §12 Abs. 3 HinSchG genannten Unternehmen (u.a. Finanzinstitute, Versicherungen und Börsenträger) den Vorschriften nachkommen. Trotz Verzögerung wurde auch im HinSchG eine Übergangsfrist definiert, nach der bis zum Dezember 2023 nur Unternehmen mit durchschnittlich 250 oder mehr Mitarbeitern die Vorgaben umsetzen mussten. Bußgelder für die fehlende Einrichtung bzw. den fehlenden Betrieb von internen Meldestellen, die bis zu 20.000 € betragen können, werden ebenfalls erst seit Dezember 2023 verhängt.
139. In Deutschland, dem Kernmarkt der EQS Group AG, spielt darüber hinaus das Gesetz über die unternehmerischen Sorgfaltspflichten zur Vermeidung von Menschenrechtsverletzungen in Lieferketten (sog. Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz, kurz: LkSG) eine zentrale Rolle im Compliance-Umfeld. Das Gesetz wurde am 16. Juli 2021 vom Bundestag beschlossen und ist zum 1. Januar 2023 in Kraft getreten. Es verpflichtet Unternehmen zur Einhaltung gewisser menschenrechtlicher und umweltbezogener Sorgfaltspflichten entlang ihrer gesamten Lieferkette, mit dem Ziel, in globalen Lieferketten Menschenrechte und Umweltschutz zu stärken. Die definierten Sorgfaltspflichten umfassen unter anderem die Einrichtung eines Risikomanagements zur Identifizierung von Risiken und die Erstellung regelmäßiger Risikoanalysen. Sofern Risiken in der Wertschöpfungskette identifiziert werden, müssen darüber hinaus Präventionsmaßnahmen ergriffen werden, um Verstöße zu verhindern oder Auswirkungen zu minimieren. Hierzu zählt im Extremfall auch die Beendigung einer Geschäftsbeziehung. Sofern ein Verstoß festgestellt wurde, muss das Unternehmen geeignete Abhilfemaßnahmen ausarbeiten.
140. Die Erfüllung der Sorgfaltspflichten müssen die Unternehmen fortlaufend dokumentieren und einmal jährlich in Form eines Berichts öffentlich auf ihrer Website zugänglich machen. Der Bericht muss zudem beim Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (BAFA), das für die Kontrolle der Umsetzung des Gesetzes zuständig ist, eingereicht werden. Werden vom BAFA Verstöße gegen die Vorgaben festgestellt, drohen Unternehmen grundsätzlich Bußgelder i.H.v. bis zu 100.000 €. Bei Unternehmen mit einem durchschnittlichen Jahresumsatz von

⁸ Vgl. EU-Kommission, Vertragsverletzungsverfahren im Februar: wichtigste Beschlüsse, 15. Februar 2023.

mehr als 400 Mio. € kann der Betrag auf bis zu 2,0 % des Jahresumsatzes angehoben werden (vgl. LkSG, § 24 Abs. 2 bis 4). Es ist jedoch anzumerken, dass es sich bei den Sorgfaltspflichten ausweislich nur um eine Bemühungspflicht handelt, nicht aber um eine Erfolgspflicht.⁹

141. Unter die Regelungen des LkSG fielen im ersten Jahr nach Inkrafttreten zunächst nur Unternehmen, die ihren Sitz oder eine Zweigstelle in Deutschland haben und mindestens 3.000 Mitarbeiter im Inland beschäftigen. Seit dem 1. Januar 2024 gelten die Vorgaben bereits für entsprechende Unternehmen ab 1.000 Mitarbeitern. Gemäß Schätzungen waren rd. 700 Unternehmen in der ersten Phase betroffen. Nach Herabsetzung der Schwellenwerte in diesem Jahr soll sich diese Zahl auf rd. 2.900 Unternehmen erhöht haben (vgl. Gehling/Ott/Lüneborg, Das neue Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz – Umsetzung in der Unternehmenspraxis, Corporate Compliance Zeitschrift Ausgabe 5, 2021, S.230-240).
142. Am 24. April 2024 hat das Europäische Parlament die Corporate Sustainability Due Dilligence Directive (CSDDD), auch bekannt als das europäische Lieferkettengesetz, formell verabschiedet. Der Rat der Europäischen Union hat die Richtlinie dann am 24. Mai 2024 formell angenommen. Diese Verabschiedung markiert den Abschluss des Entscheidungsverfahrens für das europäische Lieferkettengesetz (vgl. hierzu im Folgenden unter Tz. 156).
143. Im Compliance-Umfeld ist des Weiteren der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) von gewisser Relevanz, der sich an börsennotierte Unternehmen richtet. Der Kodex ist ein Regelwerk, das wesentliche rechtliche Vorschriften zur Leitung und Überwachung börsennotierter Gesellschaften in Deutschland enthält und anerkannte Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung formuliert. Der Kodex wurde erstmals 2002 von der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex verabschiedet und wird seitdem regelmäßig aktualisiert, um den sich ändernden Anforderungen und Entwicklungen in der Unternehmensführung Rechnung zu tragen. Ziel des Regelwerkes ist es, eine verantwortungsvolle und transparente Unternehmensführung zu fördern, um das Vertrauen von Investoren und Stakeholdern in deutsche Unternehmen zu stärken. Die Einhaltung der Empfehlungen des DCGK ist nicht verpflichtend, gemäß § 161 AktG müssen börsennotierte Unternehmen aber jährlich eine Entsprechenserklärung abgeben, in der erläutert wird, ob sie die Vorgaben des DCGK einhalten oder warum gegebenenfalls von diesen abgewichen wird. Zum Anforderungskatalog des DCGK zählen unter anderem umfangreiche Transparenzvorgaben für die externe Berichterstattung. Gesellschaften sollen wesentliche Tatsachen und Informationen demnach unverzüglich an Stakeholder kommunizieren. Sofern

⁹ Vgl. EQS Group und Hochschule Ansbach, Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz – Status Quo und Auswirkungen der Umsetzung, 2024.

ein Unternehmen nicht zur Aufstellung von Quartalsmitteilungen verpflichtet ist, soll trotzdem und zusätzlich zur Halbjahresberichterstattung unterjährig über die Geschäftsentwicklung, die Risikoeinschätzung und die Geschäftsaussichten informiert werden.

„RegTech“-Markt

144. Die weitreichende Ausdehnung regulatorischer Anforderungen bedeutet für die betroffenen Unternehmen einen stetig steigenden Erfüllungsaufwand. Dies verdeutlichen nicht zuletzt die gestiegenen Mitarbeiterzahlen in Compliance-bezogenen Berufen. Während die Zahl der Compliance-Mitarbeiter beispielsweise in den USA im Jahr 2010 noch bei rd. 204.000 lag, waren es im Jahr 2023 bereits rd. 383.600 (vgl. U.S. Bureau of Labor Statistics, Occupational Employment and Wage Statistics).
145. Für regulierte Unternehmen entstand damit ein zunehmender Compliance-Druck, der mit einem wachsenden Zeit- und Kostenaufwand einherging. Daraufhin stieg auch der Bedarf an externen Lösungen zur Bewältigung der Anforderungen.
146. Besonders im Fokus von Aufsichtsbehörden und damit der Regulierung stand seit jeher der Finanzsektor, da es sich bei seinen Aktivitäten zumeist um erlaubnispflichtige Geschäfte handelt. Gleichzeitig haben digitale Technologien gerade im Finanzsektor neue Anwendungen, Prozesse, Produkte und Geschäftsmodelle überhaupt erst ermöglicht. Die daraus resultierenden Innovationen reichen u.a. vom Banking per Smartphone über Kryptowährungen bis zu Anwendungen wie Kreditwürdigkeitsprüfung, Risikobewertung, Betrugserkennung und die Einhaltung gesetzlicher Vorschriften. Diese Entwicklungen, die allgemein mit dem Begriff FinTech assoziiert werden, stellten zum einen neue Herausforderungen an die Regulierung (vgl. Center for Financial Markets, Fintech – Building a 21st-Century Regulator’s Toolkit, Oktober 2014). Zum anderen befassten sich FinTech-Unternehmen ihrerseits mit technologischen Lösungen für die Bereiche Regulierung und Compliance, um Erfüllungs- und Berichtspflichten transparenter, effizienter und effektiver zu machen. Aus Letzterem leitete sich der Begriff „RegTech“ ab (vgl. UK Government Office for Science, FinTech Futures, März 2015, S. 12). RegTech steht für Regulatory Technology oder Regulation Technology (vgl. Franca Contratto, «RegTech»: Digitale Wende für Aufsicht und Compliance, August 2016, S. 4) und ist ein Sammelbegriff für den Einsatz innovativer Technologien zur Erfüllung regulatorischer Pflichten sowie deren Dokumentation.¹⁰ Dabei werden zumeist analoge durch digitale Prozesse ersetzt und Compliance-Prozesse automatisiert. Eine einheitliche, allgemein anerkannte Definition des Begriffs gibt es jedoch

¹⁰ Vgl. BaFin, RegTech, März 2023, verfügbar unter: https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Geschaeftsmodelle/RegTech/regtech_node.html.

nicht, was eine klare Abgrenzung des Marktes erschwert (vgl. KPMG, Compliance der Zukunft, Juli 2021, S. 8).

147. Auch wenn RegTech-Produkte klassischerweise aus dem Finanzsektor stammen, werden sie heutzutage praktisch über alle Branchen und Sektoren hinweg genutzt, da ab einer bestimmten Größe jedes Unternehmen in mehr oder weniger starkem Ausmaß Compliance-Anforderungen zu erfüllen hat. Die Lösungen kommen dabei in diversen Anwendungsfeldern zum Einsatz. Im Compliance Management hilft RegTech durch die automatisierte Sammlung und Auswertung von regulatorischen Anforderungen sowie die Überwachung des Compliance-Status inklusive Gap-Analyse (Ist-Soll-Abgleich). Im Bereich Risikoanalyse und -management können Tools auf Basis von quantitativen Analysen automatisiert Warnungen versenden und Gegenmaßnahmen einleiten. Im Meldewesen sowie in der regulatorischen Berichterstattung („Regulatory Reporting“) unterstützen RegTech-Anwendungen bei der Bewältigung der gestiegenen Berichtspflichten gegenüber Aufsichtsbehörden und Stakeholdern. Große Datenmengen, eine höhere Granularität der geforderten Informationen sowie kürzere Fristen zur Umsetzung neuer Vorgaben machen leistungsfähige Compliance-Prozesse unerlässlich. Innovative RegTech-Lösungen, die eine effiziente Datensammlung, -verarbeitung und -aufbereitung ermöglichen, spielen dabei eine wesentliche Rolle.¹¹
148. Die Produkte der RegTech-Branche basieren auf Technologien, die sowohl isoliert als auch kombiniert zum Einsatz kommen. Bedeutende Technologietrends sind unter anderem die künstliche Intelligenz mit Machine Learning-Algorithmen, Natural Language Processing, Speech Recognition oder auch Predictive Data Analytics. Auch Data Mining-Methoden zur Auswertung von Daten und Gewinnung neuer Informationen finden in der Praxis bereits Anwendung. Biometrische Verfahren zur Personenidentifikation kommen im Rahmen der Kundenverifizierung (Know-Your-Customer-Prozesse) von Finanzdienstleistern zum Einsatz. Die Distributed Ledger- bzw. Blockchain-Technologie könnte aufgrund von Sicherheits- und Dezentralisierungsvorteilen zukünftig an Bedeutung gewinnen. Auch Technologien, die eher die IT-Infrastruktur betreffen, wie Cloud Computing und Data Transfer-Protokolle sind in vielen RegTech-Produkten von zentraler Bedeutung.¹²
149. Durch die Automatisierung von manuellen Prozessen oder Teilprozessen sowie die digitale Transformation von Überwachungs-, Steuerungs- und Unterstützungsfunktionen verspricht RegTech einen hohen Anwendernutzen. Hierzu zählen insbesondere die Senkung der

¹¹ Vgl. BaFin, RegTech, März 2023, verfügbar unter: https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Geschaeftsmodelle/RegTech/regtech_node.html; European Banking Authority, EBA analysis of RegTech in the EU financial sector, Juni 2021; Franca Contratto, «RegTech»: Digitale Wende für Aufsicht und Compliance, August 2016; KPMG, Compliance der Zukunft, Juli 2021.

¹² Vgl. European Banking Authority, EBA analysis of RegTech in the EU financial sector, Juni 2021; Franca Contratto, «RegTech»: Digitale Wende für Aufsicht und Compliance, August 2016.

Compliance-Kosten durch Einsparungen auf der Personalseite sowie eine Vereinfachung und Standardisierung der Compliance-Prozesse. Ein weiterer wesentlicher Vorteil von RegTech-Lösungen besteht in der Verbesserung der Compliance-Qualität. Durch Automatisierung von Prozessen wird vor allem die Fehleranfälligkeit durch menschliches Versagen gesenkt. Im Bereich Compliance ist dies von besonderer Bedeutung, da Verstöße nicht nur zu Bußgeldern, sondern auch zu Reputationsschäden führen können. RegTech hilft zudem beim Management großer Datenmengen und verbessert die Datenanalysefähigkeit, was einen zusätzlichen Erkenntnisgewinn ermöglicht und Entscheidungsgrundlagen verbreitert. Auch der Kontrollumfang im Compliance-Kontext kann durch Automatisierung und innovative Technologien erweitert werden, was die Wirksamkeit der Kontrollen erhöht.¹³

Marktentwicklung

150. Die im vergangenen Jahrzehnt vorangeschrittene Digitalisierung bei gleichzeitig wachsenden regulatorischen Anforderungen und Compliance-Verpflichtungen hat die Akzeptanz und Verbreitung von RegTech-Lösungen beflügelt. Bei stabilen zweistelligen Wachstumsraten hat die globale RegTech-Branche den Erhebungen verschiedener Marktforschungsinstitute zufolge inzwischen ein zweistelliges Milliardenvolumen erreicht. Je nach Definition reichen die Schätzungen von rund 13,8 Mrd. USD bis rund 15,1 Mrd. USD.¹⁴ Von diesem Volumen entfällt rund die Hälfte auf die für die EQS Group relevanten Marktsegmente des Regulatory Reporting und Risk & Compliance Management.¹⁵
151. Eine klare Abgrenzung des RegTech-Marktes ist aufgrund der fehlenden einheitlichen Definition allerdings schwierig. Im Allgemeinen kann der RegTech-Markt aber als ein wesentlicher Bestandteil des breiter gefassten Marktes für „Governance, Risk Management and Compliance“ (GRC) verstanden werden. Schätzungen zufolge hat dieser Markt ein deutlich größeres Volumen als der RegTech-Markt. Marktforschungsinstitute beziffern das

¹³ Vgl. BaFin, RegTech, März 2023, verfügbar unter: https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Geschaeftsmodelle/RegTech/regtech_node.html; European Banking Authority, EBA analysis of RegTech in the EU financial sector, Juni 2021; Franca Contratto, «RegTech»: Digitale Wende für Aufsicht und Compliance, August 2016; KPMG, Compliance der Zukunft, Juli 2021; KPMG, Unlocking the potential of RegTech, Februar 2023.

¹⁴ Vgl. IMARC Group, RegTech Market Report; Research and Markets, Global Strategic Business Report, Mai 2024.

¹⁵ Vgl. EQS Group AG, Building a European SaaS Champion, Baader Investment Conference 2023, September 2023, S. 9.

Volumen für das Jahr 2023 auf einen Wert zwischen rund 44,0 Mrd. USD und rund 54,6 Mrd. USD.¹⁶

152. Für die erst in jüngster Zeit umgesetzten Regulierungsvorhaben im europäischen Raum (Hinweisgeberrichtlinie, Lieferkettenrichtlinie, Richtlinien zur Nachhaltigkeitsberichterstattung) steht die Erschließung des Marktpotenzials durch Anbieter von Software-Lösungen noch am Anfang. Dies zeigt u.a. eine Umfrage unter 185 deutschen Unternehmen zum LkSG Anfang 2023, als die Vorschriften für einige Unternehmen bereits in Kraft getreten waren. Lediglich rd. 18,0 % der insgesamt 185 befragten Unternehmen gaben an, die Vorgaben bereits zu erfüllen. Circa 19,0 % erfüllten die Regularien nach eigenen Angaben noch nicht, wohingegen rd. 53,0 % der Unternehmen noch in der Umsetzung waren (vgl. EQS Group AG, Wo stehen deutsche Unternehmen bei der Umsetzung des Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz (LkSG)?, 2023, S. 2).
153. Für die kommenden Jahre werden im globalen Kontext durchschnittliche jährliche Wachstumsraten erwartet, die sich je nach Ausgangswert und Marktdefinition in einer Bandbreite von rund 11,7 % bis rund 18,9 % bewegen. Der Mittelwert der Bandbreite der untersuchten Studien liegt bei rund 15,4 %. Der RegTech-Markt wird anhand dieser Wachstumsraten zum Jahr 2030 ein Volumen von rund 44,4 Mrd. USD bis 46,4 Mrd. USD erreichen. Für den GRC-Markt wird zum selben Jahr ein Anstieg auf ein Volumen von rund 95,2 Mrd. USD bis 136,5 Mrd. USD prognostiziert. Die positiven Wachstumsaussichten stützen sich insbesondere auf der Annahme einer weiter zunehmenden Regulierung und folglich eines wachsenden Compliance-Aufwands, einer fortlaufenden Digitalisierung von Geschäftsprozessen sowie einer künftigen Ausdehnung und Verbesserung des Produktangebots durch technologische Fortschritte.¹⁷
154. Die hohen Wachstumserwartungen bzw. das Marktpotenzial spiegeln sich nicht zuletzt in den Bewertungen einiger Startups in diesem Segment wider. In den USA beispielsweise haben Startups wie Vanta Inc., San Francisco, Kalifornien/USA, oder Drata Inc., San Diego, Kalifornien/USA, in wenigen Jahren Bewertungen weit oberhalb von einer Milliarde USD erreicht (vgl. Forbes, How Christina Cacioppo Built Startup Vanta Into A \$1.6 Billion Unicorn To Automate Complicated Security Compliance Issues, Juni 2023).

¹⁶ Vgl. Grand View Research, Enterprise Governance, Risk and Compliance (eGRC) Market Size, Share & Trends Analysis Report; IMARC Group, Governance, Risk and Compliance Platform Market Report; Verified Market Research, Global Governance, Risk Management and Compliance (GRC) Market Size, Januar 2024.

¹⁷ Vgl. Grand View Research, Enterprise Governance, Risk and Compliance (eGRC) Market Size, Share & Trends Analysis Report; IMARC Group, Governance, Risk and Compliance Platform Market Report; IMARC Group, RegTech Market Report; Research and Markets, Global Strategic Business Report, Mai 2024; Verified Market Research, Global Governance, Risk Management and Compliance (GRC) Market Size, Januar 2024.

Wachstumstreiber

155. Zentraler Wachstumstreiber des RegTech-Marktes ist die Weiterentwicklung und Ausdehnung der Regulatorik in Form von nationalen und internationalen Gesetzen, Richtlinien oder Standards. Insgesamt ist weiterhin eine hohe Regulierungsdichte zu beobachten. Im europäischen Kontext stellen hierbei vor allem die zuletzt implementierte Hinweisgeberschutzrichtlinie, die kürzlich auf den Weg gebrachte EU-Lieferkettenrichtlinie sowie die Regelungen der Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen maßgebliche Entwicklungen dar, die umfangreiche Auswirkungen auf die Compliance- und Berichterstattungspflichten der Unternehmen haben werden.
156. Am 24. April 2024 hat das EU-Parlament die europäische Lieferkettenrichtlinie (Corporate Sustainability Due Diligence Directive, kurz: CSDDD) verabschiedet. Der Rat der Europäischen Union hat die Richtlinie dann am 24. Mai 2024 formell angenommen. Die darin enthaltenen Regelungen müssen innerhalb von zwei Jahren von den Mitgliedstaaten in nationales Recht umgesetzt werden. Ziel der CSDDD ist es, dass Unternehmen Menschenrechte und Umweltstandards in ihren Lieferketten achten, negative Auswirkungen ihrer Geschäftstätigkeit auf Menschen und Umwelt minimieren sowie gegebenenfalls Maßnahmen ergreifen, um gegen menschenrechtswidrige oder umweltschädliche Praktiken in ihren Lieferketten vorzugehen. Die Richtlinie orientiert sich dabei an dem bereits geltenden französischen „loi de vigilance“ und am deutschen Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz (LkSG), definiert jedoch deutlich umfangreichere Pflichten für Unternehmen (vgl. Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz, nukleare Sicherheit und Verbraucherschutz, Europäische Lieferkettenrichtlinie (CSDDD), Mai 2023). Es bleibt abzuwarten, wie genau diese Änderungen in der deutschen Gesetzgebung umgesetzt werden.
157. Konkret müssen Unternehmen einen Risikomanagementprozess einrichten, um menschenrechtliche und umweltbezogene Risiken in ihren Betrieben, Tochtergesellschaften sowie ihren Wertschöpfungsketten zu identifizieren. Maßnahmen muss ein Unternehmen allerdings nur dann ergreifen, wenn es direkt für CSDDD-bezogene Risiken verantwortlich ist (vgl. CSDDD, Artikel 7 bis 12). Darüber hinaus müssen Unternehmen einen Plan zur Minderung der Folgen des Klimawandels erstellen, der darlegt, wie das eigene Geschäftsmodell bzw. die Geschäftsstrategie mit dem Übergang zu einer nachhaltigen Wirtschaft, der Begrenzung der Erderwärmung auf 1,5 Grad Celsius gemäß dem Pariser Klimaabkommen von 2015 und dem Ziel der Klimaneutralität vereinbar ist (vgl. CSDDD, Artikel 22). Die Richtlinie fordert zudem, dass betroffene Interessenträger sinnvoll in die entsprechenden Planungsprozesse einbezogen werden. Auch muss ein Meldemechanismus eingerichtet werden, der es Stakeholdern ermöglicht, Missstände unkompliziert an das Unternehmen zu kommunizieren, und der gleichzeitig eine transparente Bearbeitung der Beschwerden gewährleistet (vgl. CSDDD, Artikel 13 bis 14). Sofern Unternehmen gegen die

in der Richtlinie definierten Sorgfaltspflichten verstoßen, können gewisse Sanktionen gegen sie verhängt werden oder im Extremfall sogar haftungsrechtliche Ansprüche entstehen. Sanktionen schließen dabei unter anderem Zwangsgelder ein, die bis zu 5,0 % des globalen jährlichen Nettoumsatzes des Unternehmens betragen können. Die haftungsrechtlichen Ansprüche umfassen die vollständige Entschädigung für entstandene Schäden. Haftbar gemacht werden kann ein Unternehmen jedoch nur für selbstverschuldete Schäden, nicht aber für Schäden, die von Geschäftspartnern in ihren Lieferketten verursacht wurden (vgl. CSDDD, Artikel 27 und 29). Über Angelegenheiten im Zusammenhang mit der Richtlinie müssen Unternehmen mindestens einmal jährlich einen Bericht erstellen und diesen öffentlich auf ihrer Webseite zur Verfügung stellen (vgl. CSDDD, Artikel 16).

158. Der Geltungsbereich der Richtlinie umfasst ab 2029 in der EU ansässige Unternehmen mit mehr als 1.000 Beschäftigten und einem jährlichen Nettoumsatz von mindestens 450 Mio. €. Diese Kriterien gelten auch für Unternehmen aus Drittstaaten, die Umsatzerlöse in der entsprechenden Höhe in EU-Ländern erwirtschaften (vgl. CSDDD, Artikel 2). Nach aktuellen Schätzungen wären rund 5.400 Unternehmen von der Anwendung betroffen¹⁸ (vgl. Euractiv, EU-Lieferkettengesetz wird stark abgeschwächt: 70% weniger Unternehmen betroffen, März 2024).
159. Für den RegTech-Markt stellt die Einführung der Richtlinie einen wesentlichen Wachstumstreiber dar, denn große Unternehmen stehen durch die Regulierung vor einer Vielzahl an neuartigen Compliance-Herausforderungen. Um den Pflichten gewissenhaft nachzukommen, den Aufwand hierfür zu minimieren und um die Ergebnisse nach außen zu kommunizieren, führt an Software-Lösungen von RegTech-Anbietern wie der EQS Group AG kein Weg vorbei.
160. Auch die Weiterentwicklung der Regulatorik im Bereich der Nachhaltigkeitsberichterstattung stellt für die RegTech-Branche eine wichtige potenzielle Wachstumsquelle dar. Bereits seit dem Jahr 2014 müssen bestimmte Unternehmen, die von öffentlichem Interesse in der EU sind, auf Basis der „Non-Financial Reporting Directive“ (NFRD) über ihre Nachhaltigkeit Rechenschaft ablegen. Durch die Regelungen der Richtlinie sollte die Informationslage der Stakeholder verbessert werden, damit diese sich ein belastbares Urteil über die Nachhaltigkeit von Unternehmen bilden können. Dadurch sollten wiederum Geldströme auf nachhaltige Unternehmen gelenkt werden, um insgesamt zu einer Förderung der Nachhaltigkeit in Europa beizutragen. Mit Verabschiedung der Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung von

¹⁸ Es ist anzumerken, dass das deutsche LkSG hinsichtlich des Anwendungsbereichs dieselbe Grenze für die Beschäftigtenzahl definiert. Abweichend von der EU-Richtlinie wird jedoch kein Umsatzkriterium aufgestellt. Der Geltungsbereich der EU-Richtlinie ist somit enger gefasst als im LkSG. Abhängig von der Umsetzung der EU-Richtlinie in deutsches Gesetz, könnte sich somit der Kreis betroffener deutscher Unternehmen verringern.

Unternehmen (Corporate Sustainability Reporting Directive, kurz CSRD) im Jahr 2021 wurde die NFRD abgelöst und durch eine umfangreichere Regelung ersetzt. Die am 5. Januar 2023 in Kraft getretene CSRD erhöht die Anforderungen an die Nachhaltigkeitsberichterstattung maßgeblich und weitet zudem den Kreis der berichtspflichtigen Unternehmen wesentlich aus. So müssen Unternehmen durch die Neuregelung neben ihren eigenen ESG-Leistungen auch die Auswirkungen ihrer Geschäftstätigkeit auf Umwelt, Soziales und Governance berichten und konkrete Nachhaltigkeitsziele mit Kennzahlen festlegen. Zudem müssen sie eine Analyse und Bewertung ihrer Nachhaltigkeitsleistung vornehmen, Nachhaltigkeitsrisiken und -chancen identifizieren und die Integration von Nachhaltigkeit in die Unternehmensstrategie darlegen. Näheres ist dazu in den European Sustainability Reporting Standards geregelt.

161. Nachkommen müssen den ausgedehnten Berichtspflichten ab dem 1. Januar 2024 zunächst nur Unternehmen, die bereits nach dem NFRD einen Bericht über Nachhaltigkeitsaspekte aufstellen mussten. Ab Januar des Jahres 2025 fallen dann zusätzlich Unternehmen, die mehr als 250 Mitarbeiter beschäftigen, eine Bilanzsumme von mindestens 25,0 Mio. € und Nettoumsatzerlöse von mindestens 50,0 Mio. € aufweisen, unter die Regelungen der CSRD-Richtlinie. Ab Januar 2026 gilt die Berichtspflicht auch für kleine und mittelständische kapitalmarktorientierte Unternehmen mit mehr als 50 Mitarbeitern und einer Bilanzsumme von mindestens 5,0 Mio. € sowie Nettoumsatzerlösen von mindestens 10,0 Mio. €. Sie können jedoch einen Aufschub bis zum Jahr 2028 beantragen.¹⁹ Nach Schätzungen des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales wird die Zahl der berichtspflichtigen Unternehmen durch die neue Regelung EU-weit von rund 11.600 Unternehmen auf 49.000 Unternehmen ansteigen (vgl. Bundesministeriums für Arbeit und Soziales, Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)). Folglich erweitert sich der Kreis an potenziellen Kunden für (ESG-)Reporting-Lösungen bzw. Compliance-Lösungen im Nachhaltigkeitsbereich in den kommenden Jahren wesentlich.
162. Laut einer aktuellen Umfrage der Fondsgesellschaft Fidelity International unter ihren eigenen Analysten schätzen diese, dass nur 48,0 % der von ihnen verfolgten Unternehmen entsprechende Nachhaltigkeitsberichterstattungsanforderungen, wie die der CSRD, bereits erfüllen können. 52,0 % der Unternehmen benötigen demnach für die Einhaltung der Vorgaben weitere Vorbereitungszeit und ggfs. Unterstützung, z.B. über externe Serviceangebote. In Europa fällt der Anteil der nicht ausreichend vorbereiteten Unternehmen mit 40,0 % etwas niedriger aus. Der Umsetzung der ESG-Vorgaben kommt dennoch eine große Bedeutung zu und Unternehmen verzeichnen Fortschritte bei dieser. Den

¹⁹ Die ursprünglichen Schwellenwerte der CSRD wurden von der EU-Kommission im Oktober 2023 durch die delegierte Richtlinie (EU) 2023/2775 inflationsbedingt angehoben. Die Vorgaben der delegierten Richtlinie müssen von den Mitgliedsstaaten bis zum 24. Dezember 2024 in nationales Recht umgesetzt werden. Die dargestellten Werte zeigen die angepassten Größenkriterien.

Befragungsergebnissen zufolge konnten im letzten Jahr rund 60,0 % der Unternehmen eine Verbesserung in der Umsetzung realisieren. Rund 32,0 % der Unternehmen erzielten diese Verbesserung ausgehend von einem eher niedrigem Umsetzungsniveau, wohingegen rund 28,0 % der Unternehmen dies ausgehend von einem bereits hohem Umsetzungsniveau realisieren konnten (vgl. Fidelity International, Analystenumfrage 2024: ESG tritt in eine neue Phase ein, Februar 2024). Ungeachtet dieser positiven Trends liegt die Vermutung nahe, dass die ausgedehnten Berichterstattungspflichten insbesondere für kleinere Unternehmen zur Herausforderung werden. Personelle, fachliche und finanzielle Ressourcen müssen von diesen Unternehmen daher effizient gebündelt werden, um die Anforderungen erfüllen zu können (vgl. Dr. Reuter Investor Relations, Die europäische CSRD ist für Small und Mid Caps eine besondere Herausforderung, März 2024; Deloitte, CSRD – Die neue Welt des ESG-Reporting, Oktober 2023).

163. Auch der technologische Fortschritt war und ist ein zentraler Treiber für das Wachstum von RegTech-Systemen und -Software. Während bislang vor allem die Digitalisierung analoger Prozesse und die Automatisierung von Routineaufgaben die Entwicklung bestimmten, können heute dank Big Data und Machine Learning auch komplexere Geschäfts- und Compliance-Prozesse an Rechner delegiert werden. Mit der kontinuierlichen Weiterentwicklung der künstlichen Intelligenz und über weitere Technologietrends wie beispielsweise Blockchain wird die Funktionalität und Effektivität von RegTech-Software auch in Zukunft zunehmen und für neues Wachstumspotenzial des Marktes sorgen.

Branchenherausforderungen

164. Neben den Chancen, die sich aus den zuvor dargestellten Wachstumstreibern ergeben, bestehen zumindest für einzelne Anbieter auf dem RegTech-Markt jedoch auch einige potenzielle Wachstumshürden. Im Hinblick auf die Regulatorik ist dabei vor allem die Uneinheitlichkeit von Compliance-Regularien und deren zunehmende Komplexität zu erwähnen. In verschiedenen Ländern und Weltregionen bestehen seitens der jeweiligen Behörden unterschiedliche Gesetze, Richtlinien und Standards. Eine Standardisierung von Produkten ist daher oftmals nicht möglich. Stattdessen müssen insbesondere international agierende Anbieter für einzelne Märkte individuell zugeschnittene Lösungen entwickeln, die auf die jeweils geltenden Vorschriften ausgelegt sind und die dortigen Anforderungen erfüllen. Für die Softwareanbieter stellt dies einen erhöhten Zeit- und Kostenaufwand dar. Zudem bedarf es zusätzlicher, marktspezifischer Detailkenntnisse, um die jeweiligen Compliance-Anforderungen erfassen und produktseitig umsetzen zu können. Diess begrenzt auf Anbieterseite das Skalierungspotenzial.
165. Hinzu kommt die Dynamik der Gesetzgebung bzw. Regulatorik im Allgemeinen. Durch Verabschiedung neuer oder die Überarbeitung bestehender Regularien können Compliance-

Produkte schnell an Relevanz verlieren oder sogar unbrauchbar werden. Auch das bedeutet für Hersteller erhöhten Aufwand, da bestehende Softwaremodule aktualisiert bzw. angepasst oder gänzlich neue Lösungen entwickelt werden müssen (vgl. European Banking Authority, EBA analysis of RegTech in the EU financial sector, Juni 2021, S.33; KPMG, Unlocking the potential of RegTech, Februar 2023, S.11).

166. Ein weiteres Problem für die RegTech-Anbieter kann die Integration ihrer Lösungen in bestehende IT-Infrastrukturen sein. In etablierten Unternehmen haben sich häufig komplexe IT-Systeme und -Landschaften gebildet. Diese Systeme sind unter Umständen nicht für den Datenaustausch mit anderen Systemen ausgelegt. Hinzu kommt, dass verschiedene RegTech-Lösungen oft unterschiedliche Datenformate und Schnittstellen verwenden, was die Interoperabilität und den Datenaustausch untereinander behindert. Des Weiteren stellen Datensilos eine große Herausforderung dar. Sind Compliance-relevante Daten auf verschiedene Systeme verteilt, erschwert dies eine zentrale Übersicht und Analyse. Die Integration von RegTech-Lösungen erfordert oftmals die Zusammenführung von Daten aus unterschiedlichen Quellen. Daraus können sich Probleme bei der Datenharmonisierung und -migration ergeben. Zudem kann die Qualität der vorhandenen Daten variieren und so die Zuverlässigkeit von RegTech-Analysen und -Berichten beeinträchtigen. Neben technischen Herausforderungen stellt ferner fehlendes Know-how auf Kundenseite ein potenzielles Hindernis für die Implementierung und den Erfolg von RegTech-Lösungen dar. Ohne fundierte Kenntnisse im IT- und Compliance-Bereich ist eine ordnungsgemäße Konfiguration, Operation sowie Verwaltung der Anwendungen kaum möglich. Funktionale Vorteile kommen dann nicht zur Geltung, da die entsprechenden Systeme nicht effektiv genutzt werden (vgl. European Banking Authority, EBA analysis of RegTech in the EU financial sector, Juni 2021; KPMG, Unlocking the potential of RegTech, Februar 2023).
167. Eine immer größere Bedeutung erlangen ferner die Themen Systemsicherheit bzw. Cybersecurity. Die zunehmende Digitalisierung und Vernetzung von Unternehmen und Arbeitsprozessen erhöht die Angriffsfläche für Cyberkriminelle. Im Umfeld der Compliance sind die Risiken aus einem Angriff dabei umso höher, da RegTech-Lösungen große Mengen an sensiblen Daten sammeln und verarbeiten, darunter auch personenbezogene Daten, Finanzdaten und Geschäftsgeheimnisse. Ein erfolgreicher Cyberangriff hat das Potenzial, zu einem massiven Datenleck mit schwerwiegenden Folgen für das betroffene Unternehmen zu führen. Software-Lösungen müssen aus diesem Grund höchste Anforderungen hinsichtlich technischer Systemresilienz und Datenschutz erfüllen, damit die Fortführung der Geschäftstätigkeit sowie die Sicherheit von sensiblen Daten auch im Falle eines Cyberangriffs gewährleistet sind. Für die Anbieter sind daher Reputation und kundenseitiges Vertrauen neben der Produktqualität kritische Erfolgsfaktoren (vgl. European Banking Authority, EBA analysis of RegTech in the EU financial sector, Juni 2021, S.32-39; Franca Contratto, «RegTech»: Digitale Wende für Aufsicht und Compliance, August 2016, S.21-22).

168. Ein ähnlich problematisches Feld sind die strengen Datenschutzvorschriften, die in der EU in der seit Mai 2018 in allen Mitgliedsstaaten geltenden Datenschutz-Grundverordnung (DSGVO) geregelt sind. Die DSGVO stellt hohe Anforderungen an die Sammlung, Speicherung und Verwendung personenbezogener Daten. Unternehmen dürfen nur Daten sammeln und verarbeiten, die für den jeweiligen Zweck tatsächlich erforderlich sind. Zudem müssen erhobene Daten gegenüber Betroffenen transparent gemacht werden und Rechte auf Auskunft, Löschung oder Berichtigung von Daten eingeräumt werden. Da RegTech-Lösungen unter anderem solche personenbezogenen Kunden- oder Mitarbeiterdaten sammeln, müssen sie die entsprechenden Anforderungen erfüllen, da den Unternehmen sonst Bußgelder oder anderweitige rechtliche Konsequenzen drohen (vgl. European Banking Authority, EBA analysis of RegTech in the EU financial sector, Juni 2021; KPMG, Unlocking the potential of RegTech, Februar 2023).
169. Des Weiteren bestehen Bedenken bezüglich der Verwendung von künstlicher Intelligenz, die sich aus der Nachvollziehbarkeit von Ergebnissen sowie der ethischen Grundlage von Entscheidungsprozessen ergeben. Die Evolution der künstlichen Intelligenz hat mit lernfähigen Maschinen, Deep Learning und künstlichen neuronalen Netzen rasant an Tempo zugenommen. Auch im RegTech-Umfeld kommen diese Technologien bereits zur Anwendung, beispielsweise im Rahmen automatisierter Datenanalysen, bei der Mustererkennung oder bei der Informationsaggregation (vgl. EQS Group AG, KI & Compliance: Chance oder Herausforderung?, April 2024). Die Entwicklung ist dabei jedoch so schnell fortgeschritten, dass Kontroll- und Interpretationsaspekte oftmals außen vor geblieben sind (vgl. KPMG, Compliance der Zukunft, Juli 2021, S.42). Sogenannte „Blackbox“-Algorithmen können zwar sehr gute Ergebnisse in Form von treffsicheren Analysen und präzisen Vorhersagen erzielen, das Zustandekommen der Entscheidungen ist dabei aber nicht in Gänze nachvollziehbar. Eine solche Intransparenz ist in einigen Geschäftsfeldern, wie beispielsweise der Kreditvergabe bei Finanzinstituten, jedoch nicht akzeptabel. Würde eine Bank auf Basis eines Algorithmus einen Kredit verweigern, so könnte der Betroffene rückfragen, anhand welcher Kriterien die Entscheidung getroffen wurde und welche Faktoren er für eine positive Evaluierung ändern muss. Ohne Einsicht in die Entscheidungsfindung könnte die Frage nicht beantwortet werden (vgl. Universität Stuttgart, forschung leben – Wie entscheiden Algorithmen? Blick in die Black Box, März 2021).
170. Auch die Einhaltung ethischer Prinzipien ist bei solchen Algorithmen fraglich, da unausgewogene Trainingsdaten oder eine schlechte Problemdefinition zur Entwicklung von diskriminierenden Entscheidungskriterien führen können. Der Online-Händler Amazon beispielsweise wollte seinen Einstellungsprozess durch den Einsatz eines selbstlernenden Algorithmus automatisieren. Die Trainingsdaten setzten sich hierfür aus den Bewerbungsunterlagen der vorherigen zehn Jahre zusammen. Da sich in diesem Zeitraum überwiegend männliche Personen beworben hatten, lag auch die Annahmezahl männlicher

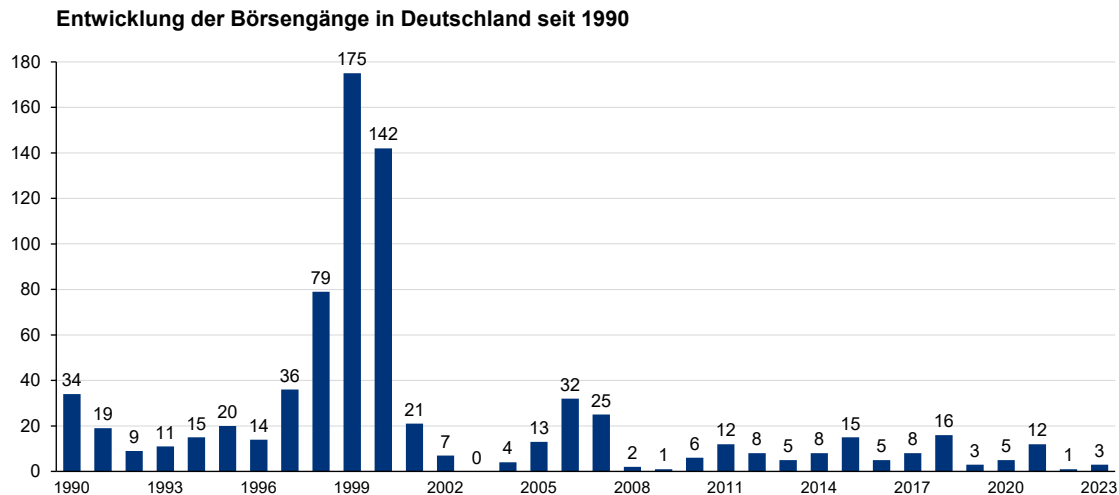
Bewerber höher. Die KI begann daraufhin, weibliche Bewerberinnen systematisch zu benachteiligen, da diese Eigenschaft als negatives Kriterium verstanden wurde (vgl. Reuters, Insight - Amazon scraps secret AI recruiting tool that showed bias against women, Oktober 2018).

171. Compliance baut ganz wesentlich auf ethischen Prinzipien und deren Einhaltung auf, was den Einsatz solcher Technologien derzeit noch erschwert und somit ein Hemmnis für das Wachstum des RegTech-Markts darstellen könnte. Gemäß einer Umfrage im Frühjahr 2023 unter 217 Compliance-Fachkräften aus dem DACH-Raum verzichteten rd. 18,0 % der Befragten aufgrund ebensolcher ethischer Aspekte bisher auf den Einsatz von KI-gestützten Compliance-Tools. Der Großteil verzichtete derweil aufgrund von Bedenken bezüglich Datenschutz und Cybersicherheit (vgl. EQS Group AG, Compliance & KI - Welchen Einfluss haben KI-Technologien auf Compliance?, 2023, S. 9). Die Mitgründerin und CEO der Sicherheits- und Compliance-Plattform Vanta, Christina Cacioppo, hat 2023 in einer internationalen Umfrage unter 2.500 Unternehmen herausgefunden, dass mehr als die Hälfte der angesprochenen IT-Experten und Entscheider befürchten, der Einsatz generativer künstlicher Intelligenz könnte das Vertrauen der Kunden untergraben (vgl. Fortune, More and more business leaders are worried generative AI will erode consumer trust, Dezember 2023).

bb) Investor Relations-Markt

172. Über die zuvor beschriebenen Geschäftstätigkeiten im Compliance-Umfeld hinaus ist die EQS Group außerdem im IR-Segment tätig. Hierin liegen die Ursprünge der Geschäftstätigkeit, war das Unternehmen als ehemalige EquityStory.com AG doch als Pionier für eine workflow-orientierte Onlinekommunikation gestartet. Das Unternehmen profitierte in den nach der Jahrtausendwende vom allgegenwärtigen Digitalisierungstrend, der auch im IR-Bereich Einzug erhielt. Unternehmen wollten und mussten ihre Investorenkommunikation digitalisieren, um den Transparenzanforderungen und den Erwartungen der Marktteilnehmer zu entsprechen. Dieser Trend erzeugte Marktpotentiale, die von Unternehmen wie der EQS Group erschlossen wurden.
173. Im Segment IR korreliert das Markt- bzw. Wachstumspotential eng mit der Entwicklung des regulierten Marktes und der Zahl der börsennotierten Unternehmen, die entsprechenden Meldepflichten unterliegen. Seit der Jahrtausendwende zeigt sich hier ein aus Delistings und Insolvenzen resultierender Schrumpfungsprozess. Zudem hat sich insbesondere in Deutschland auch die Zahl der Börsengänge deutlich verringert. Ähnliche Trends sind in den

für die EQS Group relevanten Märkten Schweiz und Österreich zu beobachten.²⁰⁾ Die folgende Grafik zeigt die Entwicklung der Börsengänge in Deutschland von 1990 bis 2023.



Quelle: Statista; IVA-Analysen

Abbildung 3: Entwicklung der Börsengänge in Deutschland in den Jahren 1990 bis 2023

174. Bei den Ausgaben für IR-Aktivitäten deutet sich eine rückläufige Tendenz an. Das ergab eine globale Umfrage der Citigate Dewe Rogerson unter 150 IR-Managern. Demnach berichteten 62,0 % der Befragten von gleichbleibenden oder sogar sinkenden Budgets für IR-Tätigkeiten. Knapp die Hälfte (47,0 %) beklagen dabei eine Unterfinanzierung und befürchten eine daraus sinkende Service Qualität für Investoren (vgl. Citigate Dewe Rogerson, 15th Annual Global IR Survey, Januar 2024). Die absolute Höhe der Budgets ist derweil abhängig von der Unternehmensgröße (vgl. Ernst & Young, Die Zukunft der Investor Relations, September 2021). Laut dem Deutschen Investor Relations Verband (DIRK) liegen die meisten IR-Budgets in Deutschland (39 %) zwischen 300.000 USD und 500.000 USD. Europaweit liegt der Großteil der Budgets für IR-Aktivitäten etwas niedriger, bei 100.000 USD bis 300.000 USD (vgl. DIRK und Institutional Investor, Institutional Investor's 2022 IR Best Practice Insights and Trends – Germany, Dezember 2022).
175. Durch die Digitalisierung hat sich die Investorenkommunikation nachhaltig verändert. Investoren beziehen Informationen häufig nicht mehr aus einzelnen Quellen, sondern konsultieren eine Vielzahl digitaler Quellen zur Informationsbeschaffung. (vgl. Brunswick

²⁰ Vgl. www.wienerborse.at/marktdaten/statistiken/jahresstatistiken/; SIX Group AG, Kotierungen an der Schweizer Börse, verfügbar unter: https://www.six-group.com/de/market-data/shares/ipo-history.html#tfl_dlc19saXN0=/year/2024&tfl_2VzX2xpc3Q=/year/2023; SIX Exchange Regulation AG, Dekotierungsentscheide, verfügbar unter: <https://www.ser-ag.com/de/resources/notifications-market-participants/delisting-decisions.html>.

Group, 2023 Digital Investor Survey, Januar 2023). Doch nicht nur die Anforderungen an die Kommunikationsweise haben sich über die Jahre verändert. Auch die inhaltlichen Erwartungen der Investoren an Unternehmen haben sich wesentlich verändert und insgesamt ausgeweitet. Allen voran ist hierbei das gestiegene Interesse an Nachhaltigkeitsthemen zu nennen. Investoren sowie Regulatoren fordern von Unternehmen mittlerweile eine umfangreiche Berichterstattung zu ESG-Aspekten. In einer Studie unter IR-Verantwortlichen gaben 93,0 % der befragten IR-Manager an, dass sie ein wachsendes oder zumindest gleichbleibend starkes Interesse ihrer Stakeholder an entsprechenden Nachhaltigkeitsinformationen beobachten (Citigate Dewe Rogerson, 15th Annual Global IR Survey, 23. Januar 2024). Gesetzgeber und Standardsetzer wollen den Investorenforderungen gerecht werden und formulieren ihrerseits umfangreiche Berichtspflichten für Unternehmen. Dies zeigt sich unter anderem in regulatorischen Rahmenwerken wie der europäischen CSRD. Unternehmen gehen derweil davon aus, dass sich die gesellschaftlichen Trends zur Transformation der Arbeitswelt und Gesellschaft fortsetzen werden und dass Nachhaltigkeitsthemen auch zukünftig eine bedeutende Rolle in der Capital Market Story zukommen wird. Für viele Unternehmen ist der sog. „Purpose“, also der über die Gewinnerzielung hinausgehende gesellschaftliche Mehrwert der Unternehmensaktivität, daher bereits in der Unternehmensstrategie verankert (vgl. Ernst & Young, Die Zukunft der Investor Relations, September 2021).

176. Vor diesem Hintergrund verändert sich auch das Tätigkeitsfeld von IR-Abteilungen. Den Ergebnissen der Citigate Dewe Rogerson Umfrage zufolge führen nur noch rund 28,0 % der IR-Verantwortlichen ausschließlich klassische IR-Funktionen aus. Das stellt eine Verringerung um rund 8,0 Prozentpunkte gegenüber dem Vorjahr dar. Stattdessen verlagern sich die Aktivitäten auf andere Themenbereiche, darunter insbesondere ESG, aber auch Corporate Communications, Strategie und Finanzen (vgl. Citigate Dewe Rogerson, 15th Annual Global IR Survey, 23. Januar 2024). Im IR-Markt könnte das sich wandelnde Anforderungsprofil externen Anbietern neue Budgets erschließen, mit denen sich Rückgänge in klassischen Leistungsangeboten kompensieren lassen.
177. Es ist jedoch anzumerken, dass sich durch die Ausweitung der IR-Tätigkeiten auch die Schnittmengen zum Compliance-Bereich erhöht haben. Übergänge zwischen beiden Segmenten sind fließend geworden und die Grenzen der beiden Segmente nicht mehr eindeutig abzustecken. Insofern ist auch eine klare Differenzierung der Marktentwicklungen der für die EQS Group relevanten Umfeld der Investor Relations und Compliance nur schwer möglich.

b) Wettbewerbsumfeld

178. Die Ursprünge der Geschäftstätigkeit der EQS Group liegen im Bereich IR. Mit der Übernahme der DGAP im Jahr 2005 und der im Jahr 2007 in deutsches Recht umgesetzten EU-Transparenzrichtlinie avancierte das Unternehmen in kürzester Zeit zum führenden Anbieter von Meldepflichten-Lösungen in Deutschland. Mittlerweile sind nahezu alle DAX-Unternehmen Kunden der EQS Group und auch in Österreich und der Schweiz nutzen zahlreiche börsennotierte Unternehmen die Lösungsansätze der EQS Group (vgl. EQS Group AG, Geschäftsbericht 2023, S. 15). Insgesamt belief sich die Zahl der SaaS-Kunden im Segment IR Ende 2023 auf 2.792 (vgl. EQS Group AG, Geschäftsbericht 2023, S. 24).
179. Auch wenn der allgemeine Digitalisierungsschub über längere Zeit für zusätzliches Umsatzpotenzial bei bestehenden Kunden sorgte, entschloss sich die EQS Group angesichts der rückläufigen Zahl börsennotierter Gesellschaften zunächst dazu, auf der Suche nach weiteren Wachstumsmöglichkeiten mit seinen IR-Angeboten auch in Länder außerhalb des deutschsprachigen Raums zu expandieren. Im Fokus standen dabei zunächst Emerging Markets wie Russland und Asien, wo in den Jahren 2009 und 2013 Geschäftstätigkeiten aufgenommen wurden. Der Eintritt in wettbewerbsintensivere Märkte wie die USA erfolgte erst ab 2015. Anders als beispielsweise in Russland sind die Marktanteile in den USA aufgrund der starken Position etablierter Anbieter jedoch überschaubar geblieben.
180. Der Einstieg in den US-Markt hatte allerdings zur Folge, dass sich der Fokus der EQS Group neben dem Bereich Corporate Communications zunehmend auf den Corporate Compliance-Markt richtete. Beide Segmente umspannen einen vielfach größeren Markt, da sie die potenziellen Zielkunden um die zahlenmäßig wesentlich größere Gruppe der nicht-gelisteten Unternehmen erweitern. Zudem bietet speziell der Compliance-Markt aufgrund der fortschreitenden Regulierung attraktivere Wachstumschancen. Da zudem viele Schnittmengen zwischen den digitalen Arbeitsprozessen im Compliance und IR-Bereich bestehen, war der Einstieg in den Compliance-Markt für die EQS Group somit ein ebenso naheliegender wie folgerichtiger Schritt.
181. Nach dem Einstieg in den Compliance-Markt im Jahr 2017 durch die Übernahme eines cloudbasierten Anbieters von Hinweisgebersystemen in der Schweiz hat die EQS Group diesen noch jungen Markt binnen weniger Jahre durch weitere Akquisitionen konsolidiert und auf diesem Weg die europäische Marktführerschaft erlangt (vgl. EQS Group AG, Geschäftsbericht 2023, S. 7). Eine derart starke Marktposition geht gewöhnlich mit Wettbewerbsvorteilen einher, die sich aus dem Bekanntheitsgrad und entsprechenden Referenzkunden ableiten.

182. Anders als die Whistleblower-Richtlinie ist bei der gerade erst verabschiedeten Lieferkettenrichtlinie der EU bis zum Inkrafttreten noch die (mindestens) zweijährige Umsetzungsphase abzuwarten. In Deutschland gilt allerdings bereits das Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz, das als Vorbild für die EU-Richtlinie diente. Dies versetzt die EQS Group mit ihrem bereits entwickelten Softwareangeboten auch in diesem Marktsegment in eine gute Ausgangslage.
183. Für den Wettbewerb um die aus den Vorschriften der CSRD zur Nachhaltigkeitsberichterstattung entspringenden Compliance-Pflichten gilt Ähnliches. Der Anwendungsbereich dehnt sich in den kommenden Jahren schrittweise aus, bis ab Januar 2026 auch KMUs unter die Regelung fallen. Auch hier verfügt die EQS Group über eine vergleichsweise gute Marktposition, da sie bereits für die zuvor geltende NFRD Softwarelösungen entwickelt hat.
184. Als potenzieller Wettbewerbsvorteil der EQS Group lässt sich neben einem relevanten und marktreifen Produktangebot ferner die große Anzahl namhafter Referenzkunden zumindest im deutschsprachigen Raum anführen. Zum Geschäftsjahresende 2023 wies die EQS Group im Segment Compliance 6.915 SaaS-Kundenbeziehungen und 4.175 Kundenbeziehungen aus Filing-Angeboten aus (vgl. EQS Group AG, Geschäftsbericht 2023, S. 24)²¹. Einerseits eröffnet dies dem Unternehmen Cross-Selling-Möglichkeiten bei bestehenden Kunden, andererseits markiert die damit einhergehende Reputation ein Differenzierungsmerkmal gegenüber neu in den Markt drängenden Anbietern. Welche Bedeutung dieser im Auswahlprozess von Kunden zukommt, wurde unlängst in einer Studie des Investor Relations Magazine herausgestellt. Eine globale Umfrage unter 340 IR-Managern ergab, dass die Reputation des Anbieters für rd. 56,0 % der Befragten das wichtigste Auswahlkriterium ist. Für rd. 88,0 % der Befragten stellte die Reputation zumindest eines der drei wichtigsten Kriterien dar (vgl. IR Magazine, Global Investor Relations Practice Report 2023, November 2023).
185. Allerdings ist der Markt für Compliance-Produkte ein noch junger Wachstumsmarkt, dessen Dynamik sich auch auf der Anbieterseite widerspiegelt, die nicht zuletzt durch viele Startups oder noch sehr junge Unternehmen geprägt ist. Dies hat ferner zur Folge, dass das für die EQS Group relevante Wettbewerbsumfeld permanenten Veränderungen unterliegt und zudem relativ unübersichtlich ist.
186. Gemäß einer Studie von KPMG gibt es im globalen Kontext rund 1.300 Anbieter von RegTech-Anwendungen, von denen rund 469 in Europa ansässig sind (vgl. KPMG, Unlocking the

²¹ Es ist anzumerken, dass die Kundenbeziehungen nicht exklusiv sind, das heißt ein Kunde kann sowohl Kunde im SaaS- als auch im Filing-Bereich sein. Die Gesamtkundenanzahl des Compliance-Bereichs ergibt sich demnach nicht aus der Addition der Kundenbeziehungen der jeweiligen Bereiche.

potential of RegTech, Februar 2023). Allerdings fokussiert sich die Marktabgrenzung in der Studie auf Anbieter im Finanzsektor, der von der Schnittmenge her aber nur von bedingter Relevanz für die EQS Group ist. Das in Indien ansässige und auf Datenanalyse sowie Marktforschung spezialisierte Unternehmen Tracxn beziffert die Anzahl der Wettbewerber der EQS Group global auf 397.²² Für die inzwischen auf die EQS Group verschmolzene Business Keeper veranschlagt Tracxn die Anzahl der Wettbewerber auf 136.²³ Insgesamt ist die Einordnung der EQS Group in ein Marktumfeld und daraus abgeleitet eine Identifizierung von vergleichbaren Wettbewerbern aufgrund des fragmentierten Marktumfelds jedoch schwierig. Das zeigt sich nicht zuletzt daran, dass die von Tracxn genannten Top-10 Wettbewerber im Bereich Whistleblowing lediglich eine Überschneidung mit den Unternehmen aufweisen, die von der EQS Group als wichtigste Konkurrenten gesehen werden.

187. Aus Sicht der EQS Group stehen im Bereich Hinweisgebersysteme insbesondere zehn nicht-börsennotierte Unternehmen als Wettbewerber im Fokus. Diese unterteilen sich in zwei globale und acht lokal agierende, europäische Unternehmen. Die nachfolgende Abbildung zeigt eine Übersicht über diese zehn Wettbewerber.



Quelle: EQS Group AG, Präsentation Geschäftsbericht 2022, S.15; IVA-Analysen

Abbildung 4: Nicht-börsennotierte Wettbewerber der EQS Group im Bereich Hinweisgebersysteme

²² Vgl. Tracxn, EQS competitors and alternatives, Mai 2024, verfügbar unter: https://tracxn.com/d/companies/eqs/___MO8oyMgsdtThLy4qPA0soU3s-mQm6AkkUYmo3xl50cA/competitors.

²³ Vgl. Tracxn, Business Keeper competitors and alternatives, April 2024, verfügbar unter: https://tracxn.com/d/companies/business-keeper/___nHAcqbVCzr-BRx_08lvKlvL91ixajDV5ZUY0jug68s/competitors.

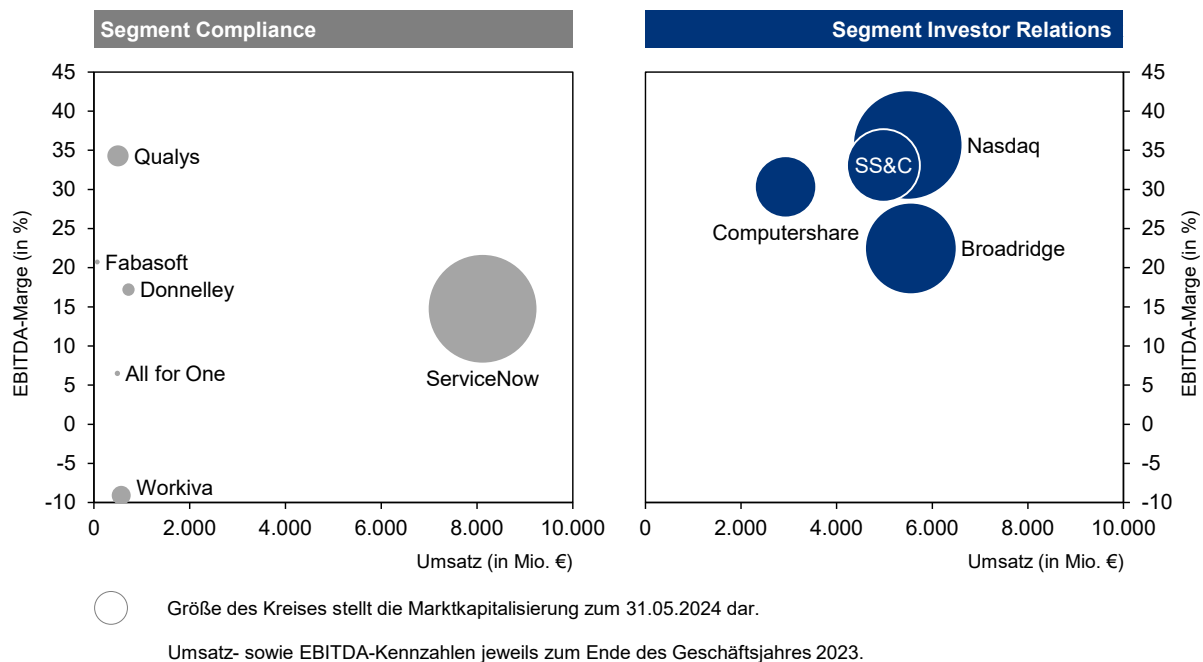
188. Die **Navex Global, Inc., Lake Oswego, Oregon/USA**, entwickelt Softwarelösungen für Ethik und Compliance, darunter Hotline Reporting, Richtlinienverwaltung, Hinweis- und Fallmanagement sowie Arbeitssicherheits- und Gesundheitsmanagement. Das Unternehmen bietet zudem Online-Schulungen, Risikomanagementlösungen und verschiedene Beratungs- und Unterstützungsdienste an. Navex Global bedient weltweit öffentliche und private Unternehmen, akademische Einrichtungen, Regierungsstellen und gemeinnützige Organisationen. Das Unternehmen wurde 1997 gegründet und hat eigenen Aussagen zufolge mehr als 13.000 Kunden in mehr als 150 Ländern. Zu den Kunden gehören laut Unternehmensangaben rund 75,0 % der zur Liste der Fortune 100 und 500 zählenden umsatzstärksten Unternehmen der Welt.
189. **OneTrust LLC, Atlanta, Georgia/USA**, entwickelt und betreibt eine Technologieplattform für Datenschutz, Sicherheit und Risiken Dritter. Die Lösungen umfassen die Verwaltung von Datenschutzprogrammen, Automatisierung von Bewertungen, Dateninventarisierung und Mapping. Das Unternehmen bietet auch Marketing- und Web-Compliance-Lösungen an, darunter Rechteverwaltung für Datensubjekte, Website-Compliance-Scans, Cookie-Zustimmungsmanagement sowie GDPR- und globale Datenschutzlösungen. Darüber hinaus werden Schulungs- und Zertifizierungsprogramme sowie ein zentrales Repository (digitaler Speicher) angeboten. Das Unternehmen wurde 2016 gegründet und hat laut eigenen Aussagen mehr als 14.000 Kunden unterschiedlicher Größe.
190. **BeCompliance S.L., Madrid/Spanien**, ist ein Dienstleister im Compliance-Bereich. Zum Serviceangebot zählt die Entwicklung und Implementierung von Compliance-Systemen, die Bereitstellung von Whistleblowing-Software sowie externes Management von Meldekanälen. Zusätzlich werden Beratungsdienstleistungen zu den Themen Datenschutz, Geldwäscheprävention und Korruptionsbekämpfung sowie Schulungen in den Bereichen Ethik und Compliance angeboten. BeCompliance ist international tätig und betreut neben Kunden im Kernmarkt Spanien unter anderem Kunden in nord- und mittelamerikanischen Ländern (USA, Mexiko, Panama, Guatemala) sowie in südamerikanischen Ländern (Chile, Ecuador, Kolumbien, Argentinien, Costa Rica). Das Unternehmen wurde im Jahr 2018 gegründet.
191. Die **DigitalPA S.r.l., Cagliari/Italien**, ist ein führendes Unternehmen in der Entwicklung von Softwareanwendungen und kundenspezifischen Dienstleistungen in den Bereichen Beschaffung und Compliance. Zum Produktportfolio zählen unter anderem eine E-Procurement Suite sowie eine Whistleblowing-Software. Die E-Procurement Suite ist ein SaaS-Angebot für das Lieferantenmanagement. Sie dient der Bestellverwaltung und Beschaffungsautomatisierung, der Ausgabenkontrolle und Berichterstellung. Die Whistleblowing-Software wird in Form einer Plattform angeboten und bietet ein umfangreiches Hinweisgebersystem inklusive Fallmanagement. Darüber hinaus bietet DigitalPA technische sowie rechtliche Beratungsservices zu Compliance-Themen an. Das Unternehmen hat

eigenen Angaben zufolge mehr als 3.000 Kunden aus unterschiedlichen Branchen, darunter unter anderem Versicherungen, Finanzdienstleister, Energieversorger, Logistikunternehmen sowie öffentliche Verwaltungseinrichtungen. Gegründet wurde das Unternehmen im Jahr 2000.

192. Die **Fobi solutions GmbH, St. Georgen an der Gusen/Österreich**, entwickelt und vertreibt unter der Marke „LOUPE“ Softwarelösungen für Compliance Management. Hierunter fallen Lösungen für Whistleblowing, Risk Assessment, Gift Approval und Lieferkettensorgfalt. Die Angebote können durch den modularen Aufbau als Stand Alone-Lösungen, in Einzelteilen als Ergänzung zu bestehenden Systemen oder im Rahmen des „beCompliant“-Pakets als Gesamtlösung bezogen werden. Die Hinweisgeberprodukte werden vom Unternehmen in drei Abstufungen „beAware“, „beSafe“ und „LOUPE – Whistleblowing“ angeboten, die jeweils unterschiedliche Funktionalitätsumfänge bieten. Das Unternehmen wurde 2018 gegründet.
193. **Formalize ApS (ehemals Whistleblower Software), Aarhus/Dänemark**, ist ein Anbieter von Compliance-Software. Die Hauptprodukte des Unternehmens sind die Whistleblowing-Plattform „Whistleblower Software“ sowie die Compliance-Plattform „Formalize“. Die Hinweisgeberplattform bietet Unternehmen ganzheitliche und individuell anpassbare Lösungen für die Meldung, Bearbeitung und Verwaltung von Hinweisen. Die Software ist in mehr als 80 Sprachen verfügbar. Die Formalize-Plattform ist eine umfassende Compliance Operations-Plattform, die darauf ausgelegt ist, Compliance-Workflows zu vereinfachen und Prozesse für eine Vielzahl von Frameworks und Vorschriften zu automatisieren, darunter NIS2, DORA, ISO27001. Das Unternehmen wurde im Jahr 2021 gegründet und hat laut eigenen Angaben mehr als 1.000 Kunden in mehr als 80 Ländern.
194. **People Intouch B.V., Amsterdam/Niederlande**, ist ein führender Anbieter von Whistleblowing-Software. Das Unternehmen verfügt über ein digitales Hinweisgebersystem in Form eines Plattformmodells, das seit dem Rebranding im Jahr 2023 unter „SpeakUp“ vermarktet wird. Über die individualisierbare Plattform können Meldungen an das Unternehmen gemacht werden, die Fallbearbeitung verwaltet und ein Dialog mit dem Hinweisgeber aufgenommen werden. Meldungen können sowohl über den Web Browser, per App oder telefonisch erfolgen. Machine Learning und Natural Language Processing helfen bei der Übersetzung von Meldungen und Rückmeldungen, sodass Hinweise in mehr als 75 Sprachen bearbeitet werden können. Gesammelte Daten können zudem überwacht und zur Erstellung von Berichten exportiert werden. Zum Angebot des Unternehmens zählen außerdem Beratungsdienstleistungen für den Implementierungsprozess. Das Unternehmen vertreibt seine Lösungen eigenen Aussagen zufolge an mehr als 2.000 Gesellschaften. People Intouch wurde 2004 gegründet.

195. **Safecall Ltd., London/Vereinigtes Königreich**, ist ein weltweit agierender und auf Whistleblowing spezialisierter Software- und Dienstleistungsanbieter. Zum Produktportfolio zählt insbesondere eine Whistleblowing-Hotline, bei der Meldungen von ehemaligen Polizeibeamten entgegengenommen werden. Dolmetscher helfen bei der Kommunikation, sodass Hinweise in mehr als 175 Sprachen verarbeitet werden können. Des Weiteren bietet das Unternehmen einen Online-Meldekanal sowie Software für das Management von Hinweisgeberprozessen an. Zu den Serviceangeboten zählen unabhängige Ermittlungsservices zur Unterstützung bei Whistleblowing-Untersuchungen, Schulungsangebote rund um das Thema Whistleblowing sowie Evaluations- und Beratungsangebote zu bestehenden Hinweisgebersystemen von Unternehmen. Laut Angaben des Unternehmens werden mehr als 1.000 Kunden in mehr als 150 Ländern betreut. Die Safecall Ltd. wurde im Jahr 1999 gegründet.
196. **Valeur & Conformance SAS, Paris/Frankreich**, vertreibt unter dem Namen „BeSignal“ (ehemals Signalelement.net) Hinweisgebersoftware. „BeSignal“ stellt eine vollumfängliche Whistleblowing-Lösung dar, die in Form einer SaaS-Plattform an öffentliche Einrichtungen sowie Bildungsinstitute vertrieben wird. Über die individualisierbare Plattform können Meldungen vorgenommen, verwaltet und bearbeitet sowie eine Kommunikation zum Hinweisgeber aufgebaut werden. Durch automatisierte Übersetzung wird die Kommunikation hierbei in mehr als 40 Sprachen unterstützt. Zusätzlich zum Plattformprodukt bietet das Unternehmen Beratungsdienstleistungen zur Implementierung und Verwaltung der Plattform sowie Schulungsangebote an. Das Unternehmen wurde 2017 gegründet und hat eigenen Aussagen zufolge mehr als 1.500 Kunden in verschiedenen Sektoren.
197. Die **Vispato GmbH, Düsseldorf**, vertreibt ein digitales Hinweisgebersystem an Unternehmen. Mit der Software können interne Whistleblowing-Meldungen entgegengenommen, verarbeitet, dokumentiert und Folgemaßnahmen kommuniziert werden. Durch Automatisierung wird unter anderem die fristgerechte Bearbeitung von Meldungen und somit die Einhaltung der Vorgaben der Hinweisgeberrichtlinie unterstützt. Das System weist eine vollständige Konformität mit allen wichtigen Gesetzen zu Whistleblowing, Datenschutz und Data Residency-Anforderungen auf. Die Vispato-Software ist aktuell in 18 Sprachen verfügbar. Das Unternehmen wurde 2019 gegründet und bedient eigenen Aussagen zufolge über 350 Kunden.
198. Die oben genannten Vergleichsunternehmen sind alle ausschließlich nicht börsennotiert. Sie unterliegen damit nur eingeschränkten Publizitätspflichten, was die Verfügbarkeit von Kennzahlen zur wirtschaftlichen Entwicklung der Unternehmen maßgeblich beeinträchtigt. Zur Ableitung von Finanzkennzahlen für Vergleichszwecke mit der EQS Group AG wird daher auf börsennotierte Vergleichsunternehmen zurückgegriffen.

199. Im Rahmen unseres Bewertungsverfahrens haben wir zehn börsennotierte Vergleichsunternehmen identifiziert. Der Prozess der Identifizierung potenzieller Vergleichsunternehmen sowie die Auswahlkriterien für die Bestimmung der angesetzten Peer Group werden im Abschnitt D.III.7.c)bb) (vgl. Tz. 386ff.) dargelegt. Die von uns ausgewählten Unternehmen sind in den Segmenten Compliance sowie IR tätig. Eine Vergleichbarkeit zur EQS Group besteht aufgrund der diversifizierten Geschäftstätigkeiten der Unternehmen zumeist nur in Teilbereichen. Eine absolute Deckungsgleichheit der zum Bewertungsobjekt ist jedoch weder möglich noch erforderlich. Stattdessen sollten die künftigen Einzahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens weitgehend einem übereinstimmenden operativen Risiko unterliegen.
200. Die folgende Abbildung gibt eine Übersicht über die Vergleichsunternehmen und stellt wesentliche Finanzkennzahlen der Unternehmen dar. Dabei ist anzumerken, dass eine eindeutige, trennscharfe Zuordnung der Vergleichsunternehmen in eines der beiden Segmente nicht immer möglich ist, weshalb die Unternehmen in solchen Fällen dem besser vergleichbaren Segment zugeordnet werden.



Quelle: Capital IQ; IVA-Analysen

Abbildung 5: Wesentliche Kennzahlen der Peer Group Unternehmen

201. Im Folgenden werden die dem Segment „Compliance“ zugeordneten Unternehmen dargestellt sowie ein Überblick über ihre Geschäftstätigkeit gegeben.

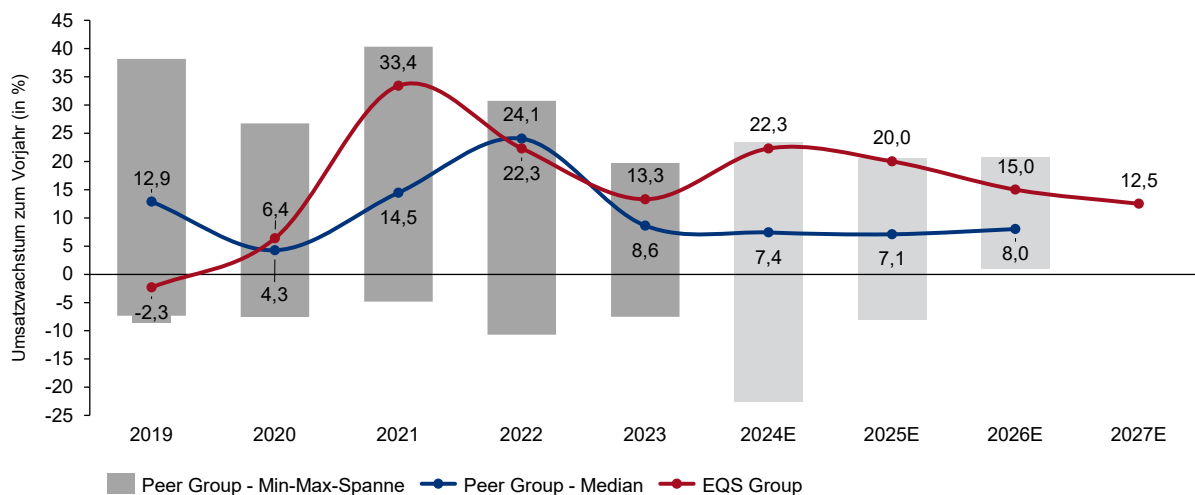
202. Die **All For One Group SE, Filderstadt**, gehört im deutschsprachigen Raum und in Mitteleuropa zu den führenden IT-, Consulting- und Service-Providern. Sie ist von einem starken SAP-Fokus geprägt und sieht sich als führender SAP-Partner in Mittel- und Osteuropa. Das Geschäftsmodell vereint Strategie- und Managementberatung, Prozessberatung, Branchenexpertise, Technologie Know-how, IT-Beratung und Services sowie Transformationsmanagement. Im Segment CORE sind Lösungen und Services für die Kerngeschäftsprozesse von Unternehmen zusammengefasst, unter anderem in Bezug auf ERP-Systeme, digitale Zusammenarbeit sowie zur Datensicherheit und Compliance. Das Segment LOB (Lines of Business) enthält themenspezifische Angebote beispielsweise in den Bereichen Vertrieb und Marketing (Customer experience) oder Unternehmensplanung und -steuerung (Business Analytics). Zum 30. September 2023 beschäftigte das Unternehmen 2.858 Mitarbeiter.
203. **Donnelley Financial Solutions, Inc., Chicago, Illinois/USA**, ist ein führender Anbieter von innovativen Compliance-Softwarelösungen zur Einhaltung von Regularien und Finanzvorschriften. Das Unternehmen vertreibt unter anderem Softwarelösungen zur Verwaltung von Transaktionen und zur Bearbeitung von SEC-Dokumenten an börsennotierte sowie private Unternehmen. Darüber hinaus werden technologiegestützte Dienstleistungen und Lösungen für Druck und Verteilung von Transaktionsdokumenten vermarktet. Des Weiteren stellt das Unternehmen cloudbasierte Anwendungen für Kapitalanlagegesellschaften bereit, um regulatorische Informationen zu speichern, zu verwalten und diese an Aufsichtsbehörden zu übermitteln. Zusätzlich bietet es Lösungen für die Einreichung von aufsichtsrechtlichen Mitteilungen und die Kommunikation mit Anlegern an. Zum 31. Dezember 2023 beschäftigte das Unternehmen 1.900 Mitarbeiter.
204. Die **Fabasoft AG, Linz/Österreich**, und ihre Tochtergesellschaften vertreiben Softwareprodukte und Cloud-Services für den öffentlichen und privaten Sektor in Österreich, Deutschland, der Schweiz und anderen Ländern. Die Produkte umfassen Lösungen für digitales Dokumenten- und Geschäftsprozessmanagement sowie für sichere Kommunikation und Zusammenarbeit. Hierzu zählen unter anderem Lösungen für das Vertrags- und Projektmanagement, das Personalwesen, die Erstellung von gesetzeskonformen Dossiers, sowie Lösungen zur Automatisierung der Nachhaltigkeitsberichterstattung und für die unternehmensinterne sowie -externe Publikation von Dokumenten. Zusätzlich wird ein digitales Sitzungsmanagement angeboten, das die Organisation und Durchführung von Meetings auf Managementebene erleichtert und bei der Einhaltung von Compliance-Pflichten unterstützt. Das Unternehmen legt einen starken Fokus auf Datenschutz und Datensicherheit, indem es End-to-End-Verschlüsselung und andere Sicherheitsmaßnahmen in seine Produkte integriert. Zum 31. März 2023 wurden 451 Mitarbeiter beschäftigt.

205. **Qualys Inc., Foster City, New York/USA**, vertreibt eine cloudbasierte Plattform für IT-, Sicherheits- und Compliance-Lösungen in den USA und mehr als 130 anderen Ländern. Die Qualys Cloud Apps umfassen Cybersecurity Asset Management, die Verwaltung externer Angriffsflächen (External Attack Surface Management), Schwachstellenmanagement, Patch Management, Endpoint Detection and Response (Endgeräteschutz), Policy Compliance, Datei-Integritätsüberwachung, Cloud Workload Schutz und Container Sicherheit. Die integrierte Suite auf der Enterprise TruRisk Plattform ermöglicht es Kunden, IT-Assets zu identifizieren und zu verwalten, IT-Sicherheitsdaten zu analysieren, Schwachstellen zu priorisieren, Cyber-Risiken zu quantifizieren und Maßnahmen zur Behebung zu empfehlen und zu verifizieren. Qualys bietet seine Lösungen Unternehmen aus den verschiedensten Bereichen sowie Regierungsstellen an. Zum Ende des Jahres 2023 beschäftigte Qualys 2.188 Mitarbeiter.
206. **ServiceNow, Inc., Santa Clara, Kalifornien/USA**, ist ein weltweit agierender Plattformanbieter für intelligente Workflow-Automatisierung. Die Now-Plattform unterstützt digitale Transformation durch künstliche Intelligenz, maschinelles Lernen, robotergesteuerte Prozessautomatisierung, Prozessmining, Leistungsanalysen und Kollaborations- und Entwicklungstools. Das Angebot umfasst außerdem Asset-Management, Cloud-Überwachung, integriertes Risikomanagement, strategisches Portfoliomanagement, diverse IT-Management-Anwendungen sowie Sicherheitsoperationen. Darüber hinaus werden ESG-Management, Personal-, Rechts- und Arbeitsplatzdienstleistungen, Kundenservice-Management sowie Außendienstmanagement-Anwendungen angeboten. ServiceNow bedient über Dienstleister und Wiederverkaufspartner die unterschiedlichsten Branchen. Zum Ende des Jahres 2023 lag die Beschäftigtenzahl bei 22.668.
207. **Workiva Inc., Ames, Iowa/USA**, entwickelt und vertreibt zusammen mit seinen Tochtergesellschaften cloudbasierte Reporting-Lösungen in Nordamerika sowie in Europa und Asien. Die Workiva-Plattform, eine mandantenfähige Cloud-Software, die Datenverknüpfungsfunktionen, Audit-Trail-Dienste und ein Administratoren-Zugriffsmanagement beinhaltet, ermöglicht es Nutzern, Daten aus verschiedenen Systemen für Enterprise Resource Planning, Human Capital-Management und Customer Relationship-Management sowie aus anderen Cloud- und On-Premise-Anwendungen von Drittanbietern zu verbinden. Laut Unternehmensangaben zählen mehr als 85 % der Unternehmen, die die Workovia-Plattform nutzen, zu den Fortune 500 umsatzstärksten Unternehmen der Welt. Workiva Inc. wurde im Jahr 2008 gegründet und beschäftigte zum Ende des Jahres 2023 2.526 Mitarbeiter.
208. Im Folgenden werden die dem Segment IR zugeordneten Unternehmen dargestellt sowie ein Überblick über ihre Geschäftstätigkeit gegeben.

209. **Broadridge Financial Solutions, Inc., Lake Success, New York/USA**, bietet investororientierte Kommunikations- und Technologielösungen für die Finanzdienstleistungsbranche an. Im Segment „Investor Communication Solutions“ werden Stimmrechtsunterlagen, regulatorische Berichte und Steuerberichterstattungen für Kunden verarbeitet und verteilt sowie Abstimmungslösungen angeboten. Des Weiteren umfasst das Angebot Daten- und Analyselösungen, SEC-Einreichungsdienste, Register- und Aktienübertragungsdienste sowie kanalübergreifende Kundenkommunikationslösungen. Das „Global Technology and Operations“ Segment automatisiert den gesamten Transaktionszyklus von Wertpapieren, Devisen und Derivaten einschließlich Auftragsabwicklung, Handelsbestätigung und Compliance-Berichterstattung. Das Unternehmen beschäftigte zum 30. Juni 2023 14.700 Mitarbeiter.
210. Die **Computershare Limited, Abbotsford/Australien**, ist ein globaler Dienstleister für verschiedene unternehmensbezogene Services. Im Bereich „Issuer Service“ bietet das Unternehmen die Verwaltung von Aktienregistern, die Organisation von Unternehmensveranstaltungen sowie Abstimmungsservices an. Die „Communication Services“ umfassen stakeholderorientierte Kommunikationslösungen. Im Bereich Mitarbeiterbeteiligungsprogramme werden Kunden bei der Planung, Umsetzung und Verwaltung aktienbasierter Mitarbeiterpläne und anderer Beteiligungsprogramme unterstützt. Darüber hinaus werden Treuhandlösungen angeboten. Zusätzlich vertreibt das Unternehmen Verwaltungssoftware. Die Mitarbeiterzahl belief sich zum 30. Juni 2023 auf 14.081.
211. Die **Nasdaq, Inc., New York City, New York/USA**, ist ein führendes Technologieunternehmen, das drei Hauptsegmente umfasst: „Capital Access Platforms“, „Financial Technology“ und „Market Services“. Das Segment Capital Access Platforms bietet eine Vielzahl von Dienstleistungen an, darunter den Vertrieb von historischen und Echtzeit-Marktdaten, die Entwicklung und Lizenzierung von Indizes und Finanzprodukten unter der Marke Nasdaq, sowie IR Intelligence, Governance-, ESG- und Insights- und Workflow-Lösungen. Zudem unterstützt die Nasdaq im Segment Capital Access Platforms Unternehmen beim Börsengang. Im Segment Financial Technology werden plattformbasierte Cloud-Produkte angeboten. Dazu zählen unter anderem Lösungen zur Erkennung, Untersuchung und Meldung von Geldwäsche und Finanzbetrug, zur Einhaltung von Marktregeln und -vorschriften sowie zum Management von Risikodaten und zur aufsichtsrechtlichen Berichterstattung. Im Segment Market Services sind der Betrieb verschiedener Börsen und Marktplätze für Derivate, Rohstoffe, Aktien, Schuldtitel, strukturierte und sonstige börsengehandelte Produkte sowie zugehörige Handels- und Clearingdienste zusammengefasst. Zum 31. Dezember 2023 beschäftigte das Unternehmen 8.525 Mitarbeiter.
212. **SS&C Technologies, Inc., Windsor, Connecticut/USA**, vertreibt Softwareprodukte und softwaregestützte Dienstleistungen für die Finanzdienstleistungs- und Gesundheitsbranche.

Die entwickelten Technologien umfassen Lösungen von Front-Office-Funktionen wie Handel und Modellierung, Middle-Office-Funktionen wie Portfoliomanagement und -berichterstattung sowie Back-Office-Funktionen wie Buchhaltung, Registerführung (Transfer Agent), Compliance und regulatorische Dienstleistungen. Im Gesundheitswesen bietet SS&C Lösungen für Leistungsabwicklung, Nutzenmanagement, Pflegeverwaltung und Business Intelligence Services an. Mit den Produkten und Dienstleistungen lassen sich komplexe Geschäftsprozesse automatisieren und Informationsverarbeitungsanforderungen verwalten. Zusätzlich werden Beratungs- und Implementierungsdienste, einschließlich Systeminstallation, Datenkonvertierung und Schulung angeboten. Zum Ende des Jahres 2023 beschäftigt das Unternehmen 26.600 Mitarbeiter.

213. Zur Analyse der ausgewählten börsennotierten Vergleichsunternehmen und ihrer wirtschaftlichen Entwicklung im Vergleich zur EQS Group AG haben wir wesentliche Finanzkennzahlen der Peer Group untersucht und den entsprechenden Kennzahlen der EQS Group AG gegenübergestellt. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der historischen Wachstumsraten der Umsatzerlöse für die Peer Group und die EQS Group AG. Die Abbildung enthält außerdem die auf Basis von Analystenschätzungen ermittelten Prognosewerte der Umsatzwachstumsraten der Peer Group sowie die Planwerte der EQS Group AG.



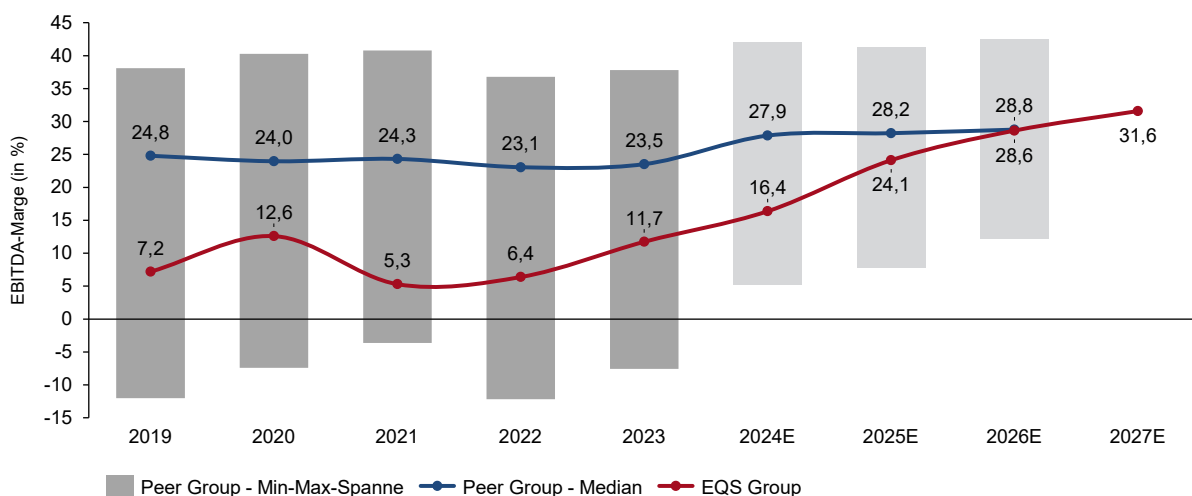
Quelle: EQS Group AG; Capital IQ; IVA-Analysen

Abbildung 6: Entwicklung des Umsatzwachstum der EQS Group und der Bandbreite des Umsatzwachstum der Peer Group für die Jahre 2019 bis 2027

214. Zum Geschäftsjahr 2019 hat die EQS Group eine Umsatzminderung um 2,3 % verzeichnet. In den darauffolgenden Jahren konnte jedoch eine positive Trendwende mit durchweg positiven Umsatzentwicklungen realisiert werden. Zwischenzeitlich stieg die Wachstumsrate dabei auf

33,4 % (2021). In den folgenden Jahren sank die Wachstumsrate erneut etwas ab, mit 22,3 % (2022) und 13,3 % (2023) wurden jedoch weiterhin erhebliche Umsatzsteigerungen erzielt. Die Umsatzwachstum der Peer Group betrug im Jahr 2019 im Median rd. 12,9 %. Die Bandbreite erstreckte sich dabei auf Werte von -7,3 % bis 38,2 %. Nach einem Anstieg des Medians bis auf ein Niveau von 24,1 % im Geschäftsjahr 2022, sank die Wachstumsrate zum Geschäftsjahr 2023 auf 8,6 % ab. Für den Prognosezeitraum wird ein weiteres Abflachen der Wachstumsdynamik erwartet, das Umsatzwachstum der Peer Group wird für das Jahr 2026 im Median mit 8,0 % prognostiziert. Die EQS plant demgegenüber mit steigenden Umsatzwachstumsraten, die im Jahr 2024 zunächst auf 22,3 % steigen und dann über 20,0 % im Jahr 2025 wieder auf ein Niveau von rd. 15,0 % abflachen. Im letzten Planjahr beträgt das Umsatzwachstum der EQS Group AG 12,5 % und liegt damit über dem Median der prognostizierten Umsatzwachstumsraten der Peer Group.

215. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der historischen EBITDA-Margen für die Peer Group und die EQS Group AG. Die Abbildung enthält außerdem die auf Basis von Analystenschätzungen ermittelten Prognosewerte der EBITDA-Margen der Peer Group sowie die Planwerte der EQS Group AG.



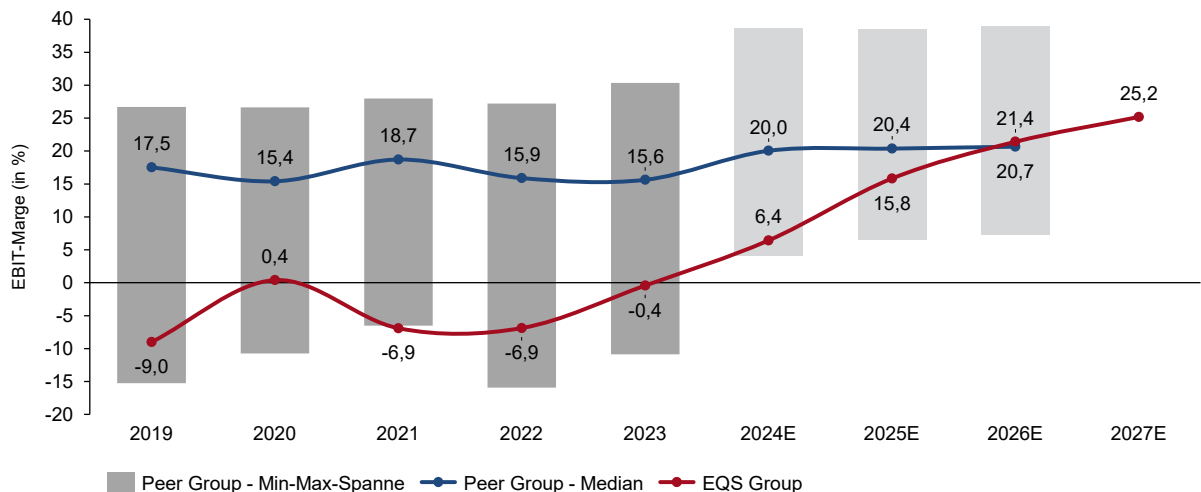
Quelle: EQS Group AG; Capital IQ; IVA-Analysen

Abbildung 7: Entwicklung der EBITDA-Marge der EQS Group und der Bandbreite der EBITDA-Marge der Peer Group für die Jahre 2019 bis 2027

216. Der Median der Peer Group EBITDA-Marge verzeichnete im historische Betrachtungszeitraum einen leichten Rückgang. Die Marge hat sich dabei ausgehend von einem Niveau von 24,8 % im Jahr 2019 um rd. 1,3 Prozentpunkte auf 23,5 % im Jahr 2023 verringert. Die Marge der EQS Group zeigt im selben Zeitraum eine deutlichere Schwankung, konnte sich jedoch insgesamt um rd. 4,5 Prozentpunkte auf ein Niveau von 11,7 % verbessern. Für die

Prognosejahre werden von Analysten steigende EBITDA-Margen für die Peer Group erwartet. Im Median liegt die prognostizierte EBITDA-Marge der Vergleichsunternehmen zum Geschäftsjahres 2026 bei 28,8 %. Die EQS Group AG geht ebenfalls von einer positiven künftigen Entwicklung aus. Die EBITDA-Marge soll dabei kontinuierlich ansteigen, über 16,4 % im Jahr 2024, auf 24,1 % im Jahr 2025 und 28,6 % im Jahr 2026. Zum Jahr 2026 erwartet die EQS somit eine Angleichung ihrer EBITDA-Marge an das Branchenniveau. Die EQS Group AG plant für das letzte Planjahr 2027 eine EBITDA-Marge von 31,6 %, was über dem langjährigen Median der EBITDA-Margen von Wettbewerbern liegt.

217. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der historischen EBIT-Margen für die Peer Group und die EQS Group AG. Die Abbildung enthält außerdem die auf Basis von Analystenschätzungen ermittelten Prognosewerte der EBIT-Margen der Peer Group.



Quelle: EQS Group AG; Capital IQ; IVA-Analysen

Abbildung 8: Entwicklung der EBIT-Marge der EQS Group AG und der Bandbreite der EBIT-Marge der Peer Group für die Jahre 2019 bis 2027

218. Aus der Abbildung geht hervor, dass die EBIT-Margen der Vergleichsunternehmen in den letzten fünf Jahren im Median leicht abgesunken sind. Im Geschäftsjahres 2019 lag der Median der Margen bei 17,5 %, zum Geschäftsjahres 2023 wurde ein Minus von rd. 1,9 Prozentpunkten verzeichnet. Die EBIT-Marge der EQS Group verbesserte sich im selben Zeitraum deutlich von -9,0 % (2019) auf -0,4 % (2023), liegt damit jedoch immer noch im negativen Bereich. Lediglich im Jahr 2020 konnte mit 0,4 % zwischenzeitlich eine positive Marge realisiert werden. Im Prognosezeitraum wird für den Median der EBIT-Margen der Vergleichsunternehmen ein kontinuierliches Wachstum erwartet. Zum Jahr 2024 soll der Wert auf 20,0 % anwachsen, bis zum Jahr 2026 um weitere 0,7 Prozentpunkte auf 20,7 %. Die EQS

Group erwartet für die Prognosejahre die Realisierung einer positiven EBIT-Marge mit einer steigenden Margenentwicklung. Über ein Niveau von 6,4 % im Jahr 2024 soll die Marge zunächst auf 15,8 % im Jahr 2025 anwachsen. Zum Jahr 2026 wird dann mit 21,4 % eine EBIT-Marge geplant, die über dem Median der Branchenmargen liegt. Im letzten Detailplanjahr 2027 weist die EQS Group eine EBIT-Marge i.H.v. 25,2 % auf, die deutlich über den langjährigen Medianen der EBIT-Margen der Peer Group liegt.

II. Bewertungstichtag

219. Die Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung (§ 327b AktG) muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Als Bewertungstichtag wurde der 30. Juli 2024 zugrunde gelegt. An diesem Tag soll die Hauptversammlung der EQS Group AG über den Beschlussvorschlag zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin entscheiden.
220. Als technischer Bewertungstichtag wurde von der Bewertungsgutachterin der 1. Januar 2024 gewählt. Dementsprechend wurden die zu diskontierenden künftigen finanziellen Überschüsse zunächst auf diesen Tag abgezinst und anschließend mit dem maßgeblichen Kapitalisierungssatz auf den 30. Juli 2024 aufgezinst.
221. Den von der Bewertungsgutachterin festgelegten Bewertungstichtag und die entsprechende Vorgehensweise zur Ermittlung des Unternehmenswerts halten wir für sachgerecht.

III. Analyse des Börsenkurses

222. Die Aktien der EQS Group AG wurden zum Bewertungsstichtag unter der ISIN DE0005494165 unter anderem im Freiverkehr an den Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, München, Stuttgart und Tradegate Exchange gehandelt. Eine Bewertung der EQS Group AG auf Basis ihrer jeweiligen Marktkapitalisierung ist daher grundsätzlich möglich.
223. Das Übernahmeangebot der Pineapple Bidco an die Aktionäre der EQS Group AG wurde am 4. Dezember 2023 veröffentlicht und am 2. Februar 2024 vollzogen.
224. Die Gesellschaft hat mit Schreiben vom 5. Februar 2024 die Einbeziehung der Aktien der Gesellschaft in die Freiverkehrssegmente „Scale“ und „Basic Board“ der Frankfurter Wertpapierbörse mit Wirkung zum nächstmöglichen Zeitpunkt gekündigt. Mit Schreiben vom selben Tag hat die Gesellschaft die Einstellung der Notiz der Aktien der Gesellschaft in m:access sowie im allgemeinen Freiverkehr der Börse München zum nächstmöglichen Zeitpunkt beantragt. Mit Ablauf des 6. Mai 2024 wurde die Einbeziehung der EQS-Aktien in den Freiverkehr an den beiden Wertpapierbörsen beendet. Seitdem findet dort kein Handel in EQS-Aktien mehr statt. Die EQS-Aktien werden auch nicht mit Zustimmung oder auf Veranlassung der Gesellschaft im Freiverkehr an anderen Handelsplätzen gehandelt.
225. Der **BGH** hat mit seinem Beschluss vom 21. Februar 2023²⁴ bestätigt, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft den gesetzlichen Bewertungszielen grundsätzlich nicht widerspricht. Mit Beschluss vom 31. Januar 2024 bestätigt er seine Börsenkursrechtsprechung aus dem Vorjahr und konstatiert im Tenor erneut, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft grundsätzlich eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts und des Werts der Beteiligung eines außenstehenden Aktionärs ist (vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 - II ZB 12/21, BGHZ 236, 180 Rn. 18).²⁵
226. Der Börsenkurs wird vom BGH als eine eigenständige Bewertungsmethode gesehen, womit es eine wesentliche Weiterentwicklung zur „Untergrenzen“-Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts gibt. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann und der Börsenkurs somit keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert erlaube, könne der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.

²⁴ Vgl. BGH, Beschluss vom 21.2.2023 – II ZB 12/21.

²⁵ Vgl. BGH, Beschluss vom 31.1.2024 – II ZB 5/22.

227. Der Rückgriff auf Börsenkurse scheidet insofern aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist. Dies kann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat bzw. eine Marktengung vorliegt. Als Indizien für das Vorliegen einer Marktengung können geringe Handelsvolumina, ein Handel nur an wenigen Börsentagen und ein geringer Streubesitz der Aktien sein. Auch sind Börsenkurse dann eingeschränkt aussagekräftig, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen oder kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.
228. Nachfolgend werden die vom BGH mit Beschluss vom 31. Januar 2024 genannten Indikatoren zur Einschätzung der Relevanz des Börsenkurses anhand der folgenden Punkte für die EQS Group AG analysiert:
- a) Marktengung und Markttiefe,
 - b) Weitere Liquiditätskennzahlen,
 - c) Kursausschläge oder Kursmanipulationen,
 - d) Kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten
229. Nach der Rechtsprechung des BGH vom 19. Juli 2010 (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“, vgl. AG 2010, S. 629) ist bei einer Relevanz des Börsenkurses auf einen dreimonatigen Referenzzeitraum vor der Bekanntmachung der beabsichtigten Strukturmaßnahme abzustellen. Am **1. März 2024** informierte die EQS Group AG die Öffentlichkeit per Pressemitteilung über die geplante gesellschaftsrechtliche Maßnahme. Der Referenzzeitraum für unsere Analysen ist demnach vom **1. Dezember 2023 bis einschließlich 29. Februar 2024**.

1. Marktengung und Markttiefe

230. Im Hinblick auf die Beurteilung der Marktengung bei einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme gibt es in der Literatur und in der Rechtsprechung unterschiedliche Auffassungen. Hinsichtlich der Kriterien, die für die Beurteilung einer Marktengung herangezogen werden können, wurden in der Literatur (vgl. insb. Wilm, NZG 2000, S. 238) Versuche unternommen, den unbestimmten Begriff der Marktengung zu objektivieren. Hierbei wurden insbesondere folgende Kriterien entwickelt:
- Anzahl der handelbaren Aktien,
 - Anteil des Börsenumsatzes im Verhältnis zum Streubesitz und
 - Anzahl der tatsächlichen Handelstage.

231. Der BGH hat „schematisierenden Betrachtungen“ in seiner Begründung zum Beschluss vom 12. März 2001 eine Absage erteilt (BGH, Beschluss vom 12. März 2011 - II ZB 15/00, vgl. AG 2001, S. 417).
232. Weiter konkretisiert wird die sog. Marktenge aber durch § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO. Nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO findet ein Börsenkurs bei der Ermittlung eines Mindestpreises im Rahmen eines Übernahmeangebotes keine Berücksichtigung, wenn
- an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt werden **und**
 - mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5,0 % voneinander abweichen.
233. In der folgenden Tabelle sind die Informationen zu Handelsvolumina sowie den korrespondierenden Aktienkursen (Schlusskurse) an den oben genannten Handelsplätzen vom 1. Dezember 2023 bis zum 29. Februar 2024 dargestellt. Die Tabelle enthält die in dem Zeitraum tatsächlich abgeschlossenen Transaktionen. An den in der Tabelle nicht aufgeführten Tagen war kein Handel der Aktien zu verzeichnen.

Datum	Aktienkurs €	Aktienkurs- Abweichung	Handelsvolumen €	Handelsvolumen Stück
01.12.2023	39,80	n.a.	330.938	8.291
04.12.2023	39,90	0,3%	2.344.565	58.647
05.12.2023	39,80	-0,3%	1.735.140	43.456
06.12.2023	40,50	1,8%	2.435.769	60.939
07.12.2023	40,00	-1,2%	623.412	15.587
08.12.2023	39,60	-1,0%	1.896.895	47.444
11.12.2023	39,90	0,8%	3.973.478	99.337
12.12.2023	40,20	0,8%	2.475.504	61.948
13.12.2023	40,10	-0,2%	913.622	22.840
14.12.2023	40,00	-0,2%	7.180.154	179.617
15.12.2023	40,10	0,2%	506.816	12.667
18.12.2023	40,00	-0,2%	289.052	7.226
19.12.2023	40,00	0,0%	626.307	15.654
20.12.2023	40,00	0,0%	578.109	14.446
21.12.2023	40,00	0,0%	527.288	13.176
22.12.2023	40,00	0,0%	680.175	17.003
27.12.2023	40,00	0,0%	87.537	2.188
28.12.2023	40,00	0,0%	225.514	5.637
29.12.2023	40,00	0,0%	28.721	718
02.01.2024	40,00	0,0%	693.470	17.338
03.01.2024	40,00	0,0%	655.881	16.397
04.01.2024	40,00	0,0%	587.627	14.690
05.01.2024	40,00	0,0%	1.523.478	38.087
08.01.2024	40,10	0,2%	182.774	4.569
09.01.2024	40,00	-0,2%	937.952	23.448
10.01.2024	40,00	0,0%	215.942	5.395
11.01.2024	40,10	0,2%	109.983	2.748
12.01.2024	40,10	0,0%	1.994.297	49.856
15.01.2024	39,60	-1,2%	80.310	2.008
16.01.2024	39,50	-0,3%	18.591	465

Datum	Aktienkurs €	Aktienkurs- Abweichung	Handelsvolumen €	Handelsvolumen Stück
17.01.2024	40,10	1,5%	116.832	2.929
18.01.2024	39,80	-0,7%	89.940	2.247
19.01.2024	39,80	0,0%	492.158	12.290
22.01.2024	39,90	0,3%	24.778	622
23.01.2024	39,60	-0,8%	60.589	1.528
24.01.2024	40,00	1,0%	35.165	882
25.01.2024	39,40	-1,5%	158	4
26.01.2024	40,00	1,5%	198.962	4.975
29.01.2024	39,60	-1,0%	48.331	1.209
30.01.2024	39,50	-0,3%	21.534	542
01.02.2024	39,60	0,3%	475	12
02.02.2024	39,60	0,0%	495.625	12.382
05.02.2024	40,00	1,0%	120	3
06.02.2024	40,10	0,2%	119.430	2.982
07.02.2024	39,80	-0,7%	19.833	495
08.02.2024	40,10	0,8%	3.689	92
09.02.2024	40,10	0,0%	25.893	647
12.02.2024	39,70	-1,0%	5.121	129
13.02.2024	40,00	0,8%	100.813	2.535
14.02.2024	39,80	-0,5%	5.900	148
15.02.2024	40,00	0,5%	3.040	76
16.02.2024	39,90	-0,3%	10.437	261
19.02.2024	40,00	0,3%	6.025	151
20.02.2024	40,00	0,0%	800	20
21.02.2024	39,70	-0,7%	4.607	116
22.02.2024	39,70	0,0%	2.228	56
23.02.2024	40,00	0,8%	320	8
27.02.2024	40,00	0,0%	400	10
29.02.2024	39,70	-0,7%	11.354	286
Gesamt			36.363.860	909.459

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 4: Übersicht zu Handelsvolumina und Aktienkursen vom 1. Dezember 2023 bis zum 29. Februar 2024

234. Im maßgeblichen dreimonatigen Zeitraum vor der Bekanntmachung der Maßnahme war der Handel der Aktie der EQS Group AG von einem schwankenden Volumen geprägt. Für die Aktie der EQS Group AG wurden an 59 von möglichen 62 Börsentagen Umsätze verzeichnet, also an 95,2 % der möglichen Handelstage. Insgesamt wurden im betrachteten Zeitraum 909.459 Aktien mit einem Handelsumsatz von insgesamt 36.363.860 € gehandelt.
235. Im betrachteten Zeitraum konnten indes keine Aktienkursabweichungen um mehr als 5,0 % an mehreren nacheinander festgestellten Börsenkursen festgestellt werden.
236. Im Sinne der WpÜG-AngVO liegt somit keine Marktengende anhand der oben genannten Indizien vor. Der durchschnittliche Börsenkurs kann insoweit entsprechend der Kriterien der WpÜG-AngVO als Indikator für den Verkehrswert der Aktie nicht verworfen werden.
237. Auf Basis unserer Berechnungen können wir den durch die Bewertungsgutachterin ermittelten umsatzgewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs zum 29. Februar 2024 nachvollziehen.

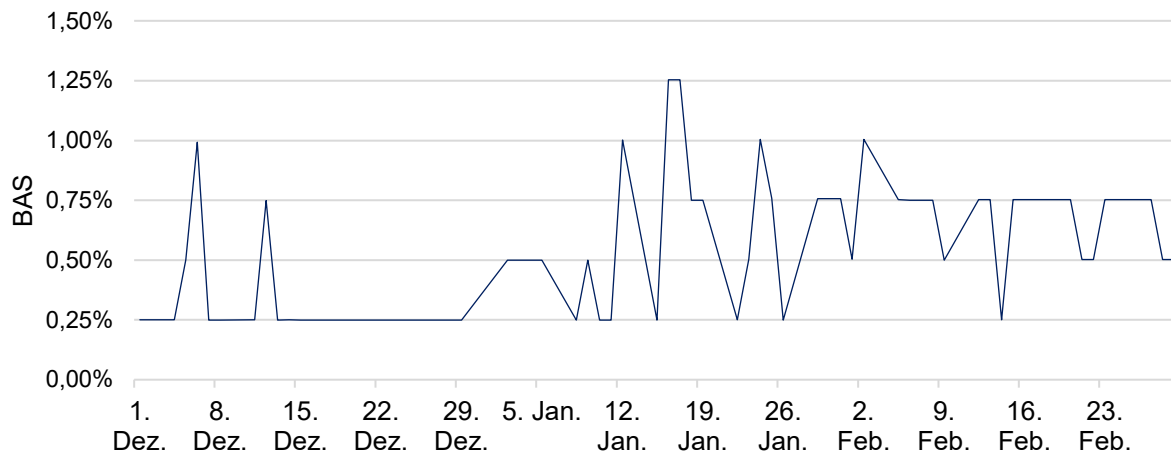
Dieser betrug für den Zeitraum vom 1. Dezember 2024 bis einschließlich zum 29. Februar 2024 **39,98 € je Aktie**.

2. Weitere Liquiditätskennzahlen

238. Ein Gradmesser für die Liquidität sind neben Handelsvolumen, Handelstagen und Streubesitzanteil (Free-Float) auch die Geld-Brief-Spannen (im Folgenden: „Bid-Ask-Spread“ oder kurz: „BAS“), deren Bedeutung im Vorlagebeschluss des OLG Frankfurt vom 26. April 2021 hervorgehoben wurden (vgl. OLG Frankfurt, 26. April 2021, 21 W 139/19).
239. Die Differenz zwischen Geld- und Briefkurs ist in Form von Transaktionskosten von den Marktteilnehmern zu tragen. Je geringer der BAS ist, desto liquider ist das gehandelte Wertpapier. Eine einheitliche Untergrenze zur Abgrenzung von illiquiden Aktienkursen hat sich bisher in der Bewertungspraxis nicht etabliert. Nach Auffassung des OLG Frankfurt bei BAS für unterschiedliche Betrachtungszeiträume von 1,56 % bzw. 1,88 % kein hinreichend liquider Handel vor (vgl. OLG Frankfurt, 26.1.2015, 21 W 26/13, Tz. 55). Das OLG Frankfurt erachtet unter Verweis auf Analysen des gerichtlich bestellten Sachverständigen eine hinreichende Liquidität für die Bestimmung unverzerrter Betafaktoren nicht mehr für gegeben, wenn der BAS größer als 1,25 % ist (vgl. OLG Frankfurt, 26.1.2015, 21 W 26/13, Tz. 55). Diese Auffassung wird vom LG Stuttgart geteilt, das bei einem BAS von über 1,25 % und einem täglichen Handelsumsatz von bis zu 115 T€ nicht mehr von einem hinreichend liquiden Börsenkurs ausgeht (vgl. LG Stuttgart, 20.12.2018, 31 O 38/16, S. 103). Das LG München sieht den Grenzwert, bei dem eine hinreichende Liquidität nicht mehr vorliegt, bei einem BAS von über 1,25 % (vgl. LG München I, 2.12.2016, 5 HK 5781/15).
240. Die Bewertungsgutachterin hat für den Zeitraum vom 1. Dezember 2023 bis 29. Februar 2024 einen durchschnittlichen Bid-Ask-Spread i.H.v. 0,54 % ermittelt. Diesen Wert stellt ValueTrust den Bid-Ask-Spreads von Referenzindizes wie etwa dem DAX, MDAX, SDAX und der Peer Group gegenüber. Sie schlussfolgert, dass der für den Referenzzeitraum ermittelte BAS von 0,54 % unter dem Schwellenwert des LG Münchens von 1,25 % und nur geringfügig über den BAS der liquiden Referenzindizes liegt und somit von einer ausreichend hohen Liquidität der Aktie der EQS Group AG ausgegangen werden kann.
241. Zur Beurteilung der Liquidität haben wir eigene Analysen durchgeführt und die Entwicklung des relativen BAS der EQS Group-Aktie im Dreimonatszeitraum, endend zum 29. Februar 2024, dem Tag vor Bekanntgabe des Übertragungsverlangens, analysiert.

242. Die folgende Abbildung zeigt die Entwicklung des relativen BAS für den Dreimonatszeitraum per 29. Februar 2024.

Relativer BAS der EQS Group AG (01.12.2023 - 29.02.2024)



Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Abbildung 9: Relativer BAS der EQS Group vom 1. Dezember 2023 bis zum 29. Februar 2024

243. Der relative BAS der EQS Group-Aktie liegt im Betrachtungszeitraum zwischen 0,25 % und 1,25 %, im Durchschnitt bei 0,55 %. Damit liegt der relative BAS der EQS Group-Aktie im Betrachtungszeitraum unter der in der Rechtsprechung und in der Literatur als Obergrenze erachteten Werte.
244. Es kann daher von einer ausreichenden Liquidität im Aktienhandel der EQS Group AG ausgegangen werden.

3. Kursausschläge oder Kursmanipulationen

245. In der folgenden Abbildung sind der Verlauf des Börsenkurses der EQS Group AG sowie die zugrunde liegenden Handelsvolumina über einen Zeitraum von zwei Jahren bis zum 29. Februar 2024, dem letzten Handelstag vor der Bekanntgabe des Übertragungsverlangens, dargestellt. Die genannten Handelsdaten beziehen sich dabei auf den Handel an sämtlichen deutschen Börsenplätzen.



Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Abbildung 10: Aktienkurs und Handelsvolumina der Aktie der EQS Group AG vom 1. März 2022 bis zum 29. Februar 2024

246. Im zweijährigen Zeitraum vor der Bekanntgabe der Maßnahme verzeichnete die Aktie anfangs einen kontinuierlichen Rückgang, der in einem Tiefstand von 20,40 € am 4. Mai 2023 resultierte. Im Laufe des Monats Mai erholte sich die Aktie kurzfristig und erreichte am 30. Mai 2023 einen Wert von 30,20 €. Anschließend setzte erneut ein leichter Abwärtstrend ein, der zum 9. November 2023 in einem Kurs von 21,70 € mündete. Die Schwankungen bis zum 15. November 2023 wurden hauptsächlich durch die Veröffentlichung von Quartalsberichten der EQS Group AG, die Ankündigung von Aktienrückkäufen für ein Mitarbeiter-Beteiligungsprogramm der Gesellschaft sowie durch neue Informationen zu Gesetzesvorlagen in Deutschland, insbesondere zur EU-Whistleblower-Richtlinie verursacht.
247. Am 15. November 2023 bestätigte das Unternehmen die Verhandlungen mit der Investmentgesellschaft Thoma Bravo über ein öffentliches Übernahmeangebot, nachdem entsprechende Medienberichte dies zuvor bereits angedeutet hatten. In der Folge stieg der Aktienkurs stark an und stabilisierte sich bis zum Ende des Beobachtungszeitraums nahe dem Übernahmeangebot von 40,00 €.
248. Auf Basis unserer Analysen des Börsenkurses der EQS Group AG konnten wir im analysierten Zweijahreszeitraum keine wesentlichen Kurssprünge feststellen, die nicht durch operative Ereignisse oder das Übernahmeangebot der Investmentgesellschaft Thoma Bravo erklärt

werden könnten. Auf Basis der Börsenkursentwicklung sehen wir insofern keine Anhaltspunkte für nicht erklärbare Kursauschläge oder Kursmanipulationen.

4. Kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten

249. Auf Veranlassung der EQS Group AG erfolgte die Einbeziehung der Aktien der Gesellschaft bis zum Delisting am 6. Mai 2024 zum Handel an den Börsen Frankfurt und München. Die EQS Group AG unterlag somit bis zum Delisting Transparenzanforderungen. Zu den Transparenzanforderungen zählten beispielsweise im Segment Scale der Frankfurter Börse und im m:access der Börse München:
- Jahresfinanzberichte und Halbjahresberichte: Veröffentlichung von geprüften Jahresabschlüssen innerhalb von sechs Monaten nach Geschäftsjahresende und von ungeprüften Halbjahresberichten innerhalb von vier Monaten nach Ende des Berichtszeitraums.
 - Ad-hoc-Mitteilungen: Unverzögliche Veröffentlichung von kursrelevanten Informationen gemäß der EU-Marktmissbrauchsverordnung,
 - Unternehmenskalender: Veröffentlichung eines Kalenders mit den wichtigsten Ereignissen (z.B. Hauptversammlung, Veröffentlichung von Finanzberichten),
 - Analysten- und Investorenveranstaltungen: Durchführung von Analysten- und Investorenveranstaltungen von mindestens einmal jährlich.
250. Alle Veröffentlichungspflichten der Börsen Frankfurt und München wurden durch die EQS Group AG erfüllt.
251. Es wurden darüber hinaus regelmäßig Analystenberichte zur EQS Group AG veröffentlicht. Der letzte verfügbare Analystenbericht für die EQS Group AG stammt von November 2023. Die Gesellschaft kommunizierte bereits vor Jahren ihr Mittelfristziel, bis 2025 Umsatzerlöse in Höhe von 130 Mio. € und eine EBITDA-Marge von über 30,0 % zu erreichen. Im März 2023 gab die Gesellschaft bekannt, dass dieses Ziel aufgrund von Verzögerungen bei der Verabschiedung der Gesetzgebung sich um 12 bis 18 Monaten verschieben würde. In der uns vorliegenden Planungsrechnung wurde das kommunizierte Mittelfristziel entsprechend widergespiegelt. Ein potenzielles Informationsgefälle bzw. Informationsasymmetrie zwischen Gesellschaft und Marktteilnehmern ist nicht beobachtbar und daher liegt unseres Erachtens keine Einschränkungen für die Relevanz des Börsenkurses vor.

5. Zusammenfassendes Ergebnis

252. Zusammenfassend halten wir fest, dass auf Basis unserer Analysen

- im Sinne der WpÜG-AngVO keine Marktengung vorliegt,
- der relative BAS der EQS Group AG-Aktie im Betrachtungszeitraum unter der in der Rechtsprechung und in der Literatur als Obergrenze erachteten Werte liegt,
- im beobachteten Zweijahreszeitraum keine wesentlichen Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen, die nicht durch operative Ereignisse oder das Übernahmeangebot der Investmentgesellschaft Thoma Bravo erklärt werden könnten und
- alle Veröffentlichungspflichten der Börsen Frankfurt und München durch die EQS Group AG erfüllt wurden.

253. Insofern erachten wir die Schlussfolgerung der Bewertungsgutachterin, dass der umsatzgewichtete Dreimonats-Durchschnittskurs der EQS Group AG eine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktien der EQS AG sowie der angemessenen Barabfindung gemäß §327b AktG darstellt, als plausibel. Auf Basis unserer Berechnungen erachten wir den durch die Bewertungsgutachterin ermittelten umsatzgewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs für den Zeitraum vom 1. Dezember 2024 bis einschließlich zum 29. Februar 2024 **39,98 € je Aktie** als plausibel.

IV. Ermittlung des Unternehmenswertes

1. Vergangenheitsanalyse

a) Vorbemerkung

254. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Ausgangspunkt für die Prognose der Zukunftserfolge ist die Vergangenheitsanalyse, die dazu dient, die wesentlichen Ursachen für die Ergebnishöhe und -entwicklung der Vergangenheitsergebnisse in einem bestimmten Zeitraum herauszuarbeiten. Die Vergangenheitsanalyse stellt die Grundlage für Plausibilitätsüberlegungen und die Beurteilung der erwarteten zukünftigen finanziellen Entwicklungen dar.
255. Die Analyse der abgeschlossenen Geschäftsjahre sowie die Bereinigung ausgewählter Posten der Gewinn- und Verlustrechnungen der Gesellschaft dienen vor diesem Hintergrund dem Zweck, die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse wurden wesentliche außerordentliche und periodenfremde Erträge und Aufwendungen bereinigt.
256. Die nachfolgenden Analysen zur Ertragslage (Abschnitte D.III.2.b und c) und der Vermögens- und Finanzlage erfolgten für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 auf Basis der geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk testierten Konzernabschlüsse nach IFRS der EQS Group AG.
257. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse haben wir insbesondere die Analysen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und eigenständige Analysen zur Vermögens- und Ertragslage vorgenommen.

b) Ertragslage

258. Die nachfolgende Tabelle stellt die bereinigte Ertragslage der EQS Group für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 nach IFRS dar.

EQS Group AG -Konzern	2021	2022	2023	2021/22	2022/23
Gewinn- und Verlustrechnung (bereinigt)	T€	T€	T€	%	%
Umsatzerlöse	50.223	61.430	69.573	22,3%	13,3%
Compliance - Cloudprodukte	19.826	30.340	36.384	53,0%	19,9%
Compliance - Cloudservice	10.881	11.975	13.563	10,1%	13,3%
Investor Relations - Cloudprodukte	9.504	10.101	10.880	6,3%	7,7%
Investor Relations - Cloudservice	10.012	9.015	8.746	-10,0%	-3,0%
<i>Compliance - Cloudprodukte</i>	<i>39,5%</i>	<i>49,4%</i>	<i>52,3%</i>		
<i>Compliance - Cloudservice</i>	<i>21,7%</i>	<i>19,5%</i>	<i>19,5%</i>		
<i>Investor Relations - Cloudprodukte</i>	<i>18,9%</i>	<i>16,4%</i>	<i>15,6%</i>		
<i>Investor Relations - Cloudservice</i>	<i>19,9%</i>	<i>14,7%</i>	<i>12,6%</i>		
Sonstige Erträge	363	195	344	-46,3%	76,4%
Aktivierete Eigenleistungen	2.241	2.159	1.893	-3,7%	-12,3%
Gesamtleistung	52.827	63.784	71.810	22,0%	11,5%
Bezogene Leistungen	-7.425	-9.084	-8.524	22,3%	-6,2%
Rohhertrag	45.402	54.700	63.286	21,9%	14,4%
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>90,4%</i>	<i>89,0%</i>	<i>91,0%</i>		
Personalaufwendungen	-31.340	-38.837	-41.317	23,9%	6,4%
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-62,4%</i>	<i>-63,2%</i>	<i>-59,4%</i>		
Sonstige Aufwendungen	-10.691	-11.788	-13.177	10,3%	11,8%
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-21,3%</i>	<i>-19,2%</i>	<i>-18,9%</i>		
Aufwendungen aus Wertberichtigungen auf Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-710	-150	-622	-78,9%	>100,0%
EBITDA	2.661	3.925	8.170	47,5%	108,2%
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>5,3%</i>	<i>6,4%</i>	<i>11,7%</i>		
Abschreibungen	-6.129	-8.151	-8.459	33,0%	3,8%
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-12,2%</i>	<i>-13,3%</i>	<i>-12,2%</i>		
Operatives Ergebnis (EBIT)	-3.468	-4.226	-289	21,9%	-93,2%
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-6,9%</i>	<i>-6,9%</i>	<i>-0,4%</i>		
Finanzerträge	870	1.149	1.088	32,1%	-5,3%
Finanzaufwendungen	-2.332	-2.910	-3.484	24,8%	19,7%
Finanzergebnis	-1.461	-1.761	-2.396	20,5%	36,1%
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-2,9%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>-3,4%</i>		
Neutrales Ergebnis (Bereinigungen)	-1.929	641	-5.270	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-6.858	-5.344	-7.955	-22,0%	48,8%
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-13,7%</i>	<i>-8,7%</i>	<i>-11,4%</i>		
Ertragsteuern	229	2.013	1.903	>100,0%	-5,5%
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>0,5%</i>	<i>3,3%</i>	<i>2,7%</i>		
Konzernergebnis	-6.629	-3.332	-6.052	-49,7%	81,6%
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-13,2%</i>	<i>-5,4%</i>	<i>-8,7%</i>		

Neutrales Ergebnis / Bereinigungen	2021	2021	2023
Sonstige Erträge	-	-641	-
Personalaufwendungen	353	-	562
Sonstige Aufwendungen	567	-	4.708
Abschreibungen	1.009	-	-
Summe	1.929	-641	5.270

Quelle: EQS Group Geschäftsberichte 2021, 2022 und 2023

Tabelle 5: Gewinn- und Verlustrechnung der EQS Group der Geschäftsjahre 2021, 2022 und 2023

259. Der **Gesamtumsatz** der EQS Group setzt sich aus Umsatzerlösen der Bereiche Compliance und IR zusammen. In beiden Segmenten wird zwischen cloudbasierten Produkt- und Service-Umsätzen unterschieden. Hauptumsatzträger sind die Cloudprodukte des Bereichs Compliance, die 2023 einen Anteil von 52,3 % an den Gesamterlösen von 69.573 T€ hatten. IR erzielte 2023 mit Cloudprodukten einen Umsatz von 10.880 T€, was 15,6 % des Konzernumsatzes entsprach. Cloudservices steuerten 19,5 % (Compliance) bzw. 12,6 % (IR) der Umsatzerlöse bei.
260. Insgesamt stiegen die Umsatzerlöse des Konzerns von 50.223 T€ in 2021 über 61.430 T€ in 2022 auf 69.573 T€ in 2023. Der deutliche Anstieg der Umsatzerlöse im genannten Zeitraum ist auf die Übernahme der Business Keeper GmbH im Geschäftsjahr 2021 sowie auf die Einführung der europäischen Hinweisgeberrichtlinie zurückzuführen, die positiv zum Umsatzwachstum beitrugen.
261. Die Umsatzentwicklung blieb dennoch sowohl 2022 als auch 2023 hinter den selbst gesteckten Zielen des Unternehmens zurück. Wesentlicher Bremsfaktor in 2022 war die Verzögerung bei der Verankerung der europäischen Hinweisgeberrichtlinie in nationales Recht in Deutschland und in vielen anderen EU-Mitgliedstaaten, die zwar Ende 2021 in Kraft getreten war, in 2022 aber in Deutschland und vielen anderen EU-Mitgliedsstaaten nicht in nationales Recht verankert wurde. Hinzu kam 2022 eine Eintrübung der Konjunkturerwartungen, bedingt durch den Beginn des russischen Angriffskriegs auf die Ukraine, weit verbreitete Kostensteigerungen und die von den Notenbanken eingeleitete Zinswende. Dies hatte zur Folge, dass relevante Marktteilnehmer (Unternehmen, Investoren und der Gesetzgeber) eine Vielzahl an Projekten auf Eis legten. Dadurch verzögerten sich Vertragsabschlüsse, Börsengänge wurden abgesagt und geplante Regulierungsvorhaben aufgeschoben. Trotz der ungünstigen Rahmenbedingungen steigerte der Konzern seine Erlöse im Geschäftsjahr 2022 noch um 22,3 %, wozu allerdings ein Konsolidierungseffekt aus der vorjährigen Akquisition der Business Keeper GmbH mit rund 4,5 Mio. € bzw. etwa neun Prozentpunkten beitrug, da diese erstmalig ganzjährig in den Konzernabschluss einbezogen wurde.

262. Die Umsetzung des Hinweisgeberschutzgesetzes in nationales Recht erfolgte in mehreren wichtigen EU-Märkten zur Jahresmitte 2023, wodurch sich die geplanten Umsatzeffekte im Segment Compliance abermals zeitlich nach hinten verschoben.
263. Bei Betrachtung der Umsatzentwicklung 2023 ist ferner zu berücksichtigen, dass die EQS Group im vergangenen Jahr ihre Geschäftstätigkeit in Russland und Serbien eingestellt und eine Gesellschaft (EQS Financial Markets & Media GmbH) liquidiert hat. Die Beendigung des Russlandgeschäfts erfolgte aufgrund des Ukrainekriegs, während die Aktivitäten in Serbien nicht die erhoffte kritische Größe erreicht hatten. Bei der EQS Financial Markets & Media GmbH fehlten die Wachstumsperspektiven, nachdem eine Stabilisierung der Mediabudgets von Werbekunden zum wiederholten Male ausgeblieben war.
264. Die Zielgröße von 2.500 bis 3.500 gewonnenen SaaS-Neukunden wurde 2022 mit 1.044 noch deutlich verfehlt, da vor allem die Vertriebspartner aufgrund der ausgebliebenen gesetzlichen Umsetzung der Hinweisgeberrichtlinie nicht den erwarteten Beitrag in der Neukundenakquisition leisteten. 2023 zeigte sich dann allerdings mit einem Rekordzuwachs von 3.415 SaaS-Neukunden ein gewisser Nachholeffekt. Damit stieg die Gesamtzahl der Kunden auf 8.258.
265. Der Anteil wiederkehrender Umsatzerlöse am Gesamtumsatz betrug in den vergangenen zwei Jahren konstant rund 88,0 %, womit er um drei Prozentpunkte über dem Niveau des Jahres 2021 lag. Die Churn-Rate, also der prozentuale Anteil der inaktiven oder verlorenen Kunden verringerte sich 2023 weiter auf 4,2 %, nach 5,4 % im Vorjahr (2022) und 5,9 % in 2021.
266. Die **sonstigen Erträge** schwankten in den Jahren 2021 bis 2023 zwischen 195 T€ und 363 T€ und fielen damit kaum ins Gewicht.
267. Größere Bedeutung haben die **aktivierten Eigenleistungen**, die sich 2022 auf 2.159 T€ und 2023 auf 1.893 T€ beliefen. Hierbei handelt es sich um selbsterstellte Software in den Bereichen Compliance und IR. Die EQS Group aktiviert etwa 30,0 % bis 40,0 % ihrer jährlichen Aufwendungen für Forschung und Entwicklung.
268. Die **bezogenen Leistungen**, die Zahlungen an externe Partner im Bereich Filings, an andere Dienstleister für bezogene Kurs- oder Investorendaten sowie Gebühren beispielsweise an die GLEIF (Global Legal Entity Identifier Foundation) beinhalten, entwickelten sich 2022 mit einem Anstieg um 1.659 T€ auf 9.084 T€ proportional zur Gesamtleistung (Umsatz + aktivierte Eigenleistungen). 2023 kam es dagegen zu einem Rückgang auf 8.524 T€.
269. Die **Personalkosten** sind der mit Abstand größte Aufwandsposten der EQS Group AG. Sie beliefen sich in 2023 auf 41.317 T€, was einem Anteil von 59,4 % an den gesamten

Umsatzerlösen entsprach. Infolge eines aufgrund von Bankauflagen (Covenants) verhängten Einstellungsstopps ging die Personalaufwandsquote 2023 um 3,8 Prozentpunkte zurück, nachdem sie im Vorjahr noch auf 63,2 % gestiegen war, nach 62,4 % in 2021. Der überproportionale Anstieg in 2022 beruhte neben deutlichen Gehaltssteigerungen angesichts eines engen Marktes für IT-Fachkräfte auf zusätzlichen Vertriebsmitarbeitern, die in Antizipation einer starken Nachfrage nach Hinweisgebersystemen eingestellt worden waren.

270. Die durchschnittliche Zahl der Mitarbeiter veränderte sich in den drei Betrachtungsjahren kaum. Nach einem Anstieg von 565 in 2021 auf 576 in 2022, schmolz sie 2023 fast im gleichen Ausmaß wieder auf 566 ab.
271. Die **sonstigen Aufwendungen** sind zwar in absoluten Zahlen gestiegen, weisen aber in Relation zum Umsatz eine rückläufige Entwicklung auf. Dieser Aufwandsposten ist maßgeblich von den dort verbuchten IT-Infrastruktur- sowie Werbe- und Reisekosten geprägt. In 2023 betrug der Anteil der sonstigen Aufwendungen an den Umsatzerlösen 18,9 %, nach 19,2 % bzw. 21,3 % in den beiden Vorjahren.
272. Bei den **Wertberichtigungen auf Forderungen aus Lieferungen und Leistungen** handelt es sich um Schätzungen und Ermessensentscheidungen seitens des Unternehmens, die daher naturgemäß schwanken können. In den vergangenen drei Jahren lag die Bandbreite zwischen 150 T€ und 710 T€. Zu den für 2023 ausgewiesenen 622 T€ trugen gestiegene Forderungen aus dem starken Neugeschäft zu Jahresende bei.
273. Die zuvor beschriebenen Entwicklungen führten 2021 zu einem bereinigten operativen Ergebnis vor Abschreibungen (**EBITDA**) von rund 2.661 T€, das im Folgejahr zunächst auf 3.925 T€ stieg, bevor es 2023 zu einem sprunghaften Anstieg auf 8.170 T€ kam. Die EBITDA-Marge verbesserte sich im Betrachtungszeitraum damit von 5,3 % in 2021 auf 6,4 % in 2022, bevor 2023 durch die stark unterproportionale Personalkostenentwicklung ein zweistelliger Wert von 11,7 % erreicht wurde.
274. Bei den **Abschreibungen** überwiegen die immateriellen Vermögenswerte. Sie verteilen sich im Wesentlichen auf selbsterstellte Software (Nutzungsdauer 5-10 Jahre) und erworbene Software (3-5 Jahre) sowie auf aktivierte Kundenstämme aus Akquisitionen, bei denen der Amortisationszeitraum bei 85,0 % der verbliebenen Buchwerte bis 2040 reicht. In der Summe beliefen sich die Abschreibungen auf diese drei Gruppen von Vermögenswerten in 2023 auf 5.986 T€, nach 5.507 T€ in 2022 und 3.793 T€ in 2021. Von den 5.986 T€ in 2023 entfielen 2.262 T€ auf Kundenstämme, 2.251 T€ auf erworbene Software und 1.474 T€ auf selbsterstellte Software. Die Abschreibungen auf Sachanlagen (geleaste Gebäude sowie Betriebs- und Geschäftsausstattung) erreichten zuletzt 2.472 T€, nach 2.620 T€ in 2022 und 2.338 T€ in 2021. Der größte Teil der Sachanlageabschreibungen entfällt auf Gebäude.

275. Die Abschreibungen erhöhten sich insgesamt von 6.129 T€ in 2021 über 8.151 T€ in 2022 auf 8.459 T€ in 2023. Ihr Anteil am Umsatz lag damit zuletzt wieder bei 12,2 %, nach einem zwischenzeitlichen Anstieg um 1,1 Prozentpunkte auf 13,3 % in 2022.
276. Die gemessen an der Gesamtleistung relativ hohen Abschreibungsbeträge sorgten dafür, dass das bereinigte operative Ergebnis (**EBIT**) in allen drei Jahren des Betrachtungszeitraums negativ ausfiel. Über den Betrachtungszeitraum hinweg verringerte es sich allerdings von -3.468T€ im Jahr 2021 auf -289 T€ im zurückliegenden Geschäftsjahr, nachdem sich der operative Verlust 2022 zwischenzeitlich auf -4.226 T€ ausgeweitet hatte.
277. Die **Finanzerträge** sind vom Nettogewinn aus der Fremdwährungsumrechnung geprägt und schwankten in den vergangenen drei Jahren in einer Bandbreite von 870 T€ bis 1.149 T€. In den **Finanzaufwendungen** finden sich Zinsaufwendungen sowie der Nettoverlust aus der Umrechnung von Fremdwährungen. Im Zuge einer vor allem 2021 akquisitionsbedingt stark gestiegen Neuverschuldung erhöhten sich die Finanzaufwendungen von 2.332 T€ in 2021 auf 2.910 T€ in 2022. Im Geschäftsjahr 2023 kam es aufgrund verschlechterter Finanzierungskonditionen zu einem weiteren Anstieg auf 3.484 T€. In der Summe hat sich das **Finanzergebnis** von -1.461 T€ über -1.761 T€ in 2022 auf -2.396 T€ im Jahr 2023 verschlechtert.
278. Das **neutrale Ergebnis (Bereinigungen)** umfasst für die Geschäftsjahre 2021 und 2023 mehrere außerordentliche Aufwendungen, die sich insgesamt auf 1.929 T€ bzw. 5.270 T€ summieren. Im Geschäftsjahr 2022 wurde hingegen lediglich ein außerordentlicher Ertrag i.H.v. 641 T€ bereinigt.
279. Im Geschäftsjahr 2021 enthielten die Personalaufwendungen einen Betrag i.H.v. 353 T€, bei dem es sich um Bonuszahlungen handelt, die aus der Übernahme der Got Ethics A/S resultierten, die nicht bilanzwirksam im Rahmen der Kaufpreisallokation erfasst werden konnten. Durch die Akquisition der Business Keeper GmbH entstand 2021 zudem ein Sonderaufwand aus Beratungsleistungen i.H.v. 567 T€. Darüber hinaus führte die vollständige Wertminderung des Firmenwerts der EQS Financial Markets & Media GmbH infolge einer zum wiederholten Male ausgebliebenen Stabilisierung der Mediabudgets zu einer Sonderabschreibung i.H.v. 1.009 T€.
280. Im Geschäftsjahr 2022 wurde die Reduzierung von Earn-out Verpflichtungen im Zusammenhang mit dem Erwerb der Got Ethics A/S als außerordentlich klassifiziert. Sie erhöhte die sonstigen Erträge um 641 T€, die entsprechend um diesen Betrag bereinigt wurden.

281. 2023 kam es infolge der erfolgreichen Übernahme der EQS Group durch den US-Investor Thomas Bravo zu außerordentlichen Aufwendungen. Sie betrafen zum einen die Personalaufwendungen, die einmalige Kosten für die Abwicklung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen i.H.v. 562 T€ enthielten, zum anderen außerordentliche Kosten für Beratungsleistungen im Rahmen des Übernahmeangebots, die sich auf 4.708 T€ beliefen.
282. Das **Ergebnis vor Steuern** entwickelte sich demnach wie folgt: Nach -6.858 T€ in 2021 kam es 2022 zu einem Verlustrückgang auf -5.344 T€, bevor die Sonderbelastungen infolge erhöhter Beratungskosten den Verlust vor Steuern 2023 wieder auf -7.955 T€ ausweiteten.
283. Das **Konzernergebnis** profitierte vor allem in den beiden jüngsten Verlustjahren von der Bildung aktiver latenter Steuern auf die Verlustvorträge. Der dafür zugrunde gelegte Ertragsteuersatz orientiert sich am deutschen Körperschaftsteuersatz einschließlich Solidaritätszuschlag sowie Gewerbesteuer, der in allen drei untersuchten Geschäftsjahren bei knapp 33,0 % lag. Die Auswirkungen abweichender ausländischer Steuersätze flossen ebenfalls in die Ermittlung der latenten Ertragsteuer ein. In 2022 und 2023 sorgten die latenten Steuern dafür, dass das negative Konzernergebnis um 2.013 T€ bzw. 1.903 T€ geringer als das Ergebnis vor Steuern ausfiel. Es ergibt sich damit ein Konzernergebnis von -6.052 T€ für das Jahr 2023, nach -3.332 T€ im Vorjahr.

c) Vermögens- und Finanzlage

284. Nachfolgend ist die Vermögens- und Kapitalstruktur der EQS Group zu den jeweiligen Bilanzstichtagen der Geschäftsjahre 2021 bis 2023 nach IFRS dargestellt.

EQS Group AG-Konzern Bilanz	31.12.2021		31.12.2022		31.12.2023	
	T€	in %	T€	in %	T€	in %
Immaterielle Vermögenswerte	63.675	34,1	60.846	32,1	56.873	30,8
Geschäfts- oder Firmenwerte	96.711	51,8	97.235	51,3	97.649	52,9
Sachanlagen	7.351	3,9	5.011	2,6	3.556	1,9
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	685	0,4	1.863	1,0	1.375	0,7
Sonstige langfristige Vermögenswerte	46	0,0	39	0,0	8	0,0
Latente Steueransprüche	0	0,0	5.447	2,9	7.777	4,2
Langfristige Vermögenswerte	168.468	90,2	170.440	90,0	167.238	90,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7.018	3,8	6.075	3,2	7.669	4,2
Vertragsvermögenswerte	78	0,0	276	0,1	123	0,1
Steuererstattungsansprüche	278	0,1	106	0,1	155	0,1
Kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	434	0,2	297	0,2	137	0,1
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	1.907	1,0	1.524	0,8	1.871	1,0
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	8.653	4,6	10.655	5,6	7.504	4,1
Kurzfristige Vermögenswerte	18.369	9,8	18.933	10,0	17.459	9,5
Summe Vermögenswerte	186.837	100,0	189.373	100,0	184.698	100,0
Gezeichnetes Kapital	8.659	4,6	10.024	5,3	10.024	5,4
Eigene Anteile	-11	0,0	-10	0,0	-1	0,0
Kapitalrücklage	63.140	33,8	106.853	56,4	106.688	57,8
Gewinnrücklagen	-1.532	-0,8	-4.909	-2,6	-11.113	-6,0
Sonstige Rücklagen	-17	0,0	252	0,1	200	0,1
Anteile nicht beherrschender Gesellschafter	0	0,0	1	0,0	1	0,0
Eigenkapital	70.240	37,6	112.210	59,3	105.797	57,3
Langfristige Leistungen an Arbeitnehmer	733	0,4	425	0,2	562	0,3
Langfristige Rückstellungen	159	0,1	160	0,1	227	0,1
Langfristige finanzielle Schulden	9.927	5,3	30.890	16,3	21.879	11,8
Latente Steuerschulden	16.607	8,9	18.621	9,8	18.253	9,9
Langfristige Schulden	27.426	14,7	50.095	26,5	40.922	22,2
Kurzfristige Rückstellungen	33	0,0	158	0,1	47	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3.197	1,7	2.709	1,4	7.243	3,9
Vertragsverbindlichkeiten	9.978	5,3	11.541	6,1	13.541	7,3
Kurzfristige finanzielle Schulden	73.095	39,1	8.198	4,3	10.384	5,6
Ertragsteuerschulden	214	0,1	1.350	0,7	1.914	1,0
Kurzfristige Leistungen an Arbeitnehmer	1.494	0,8	1.495	0,8	2.985	1,6
Sonstige kurzfristige Schulden	1.161	0,6	1.615	0,9	1.864	1,0
Kurzfristige Schulden	89.171	47,7	27.067	14,3	37.978	20,6
Summe Eigenkapital und Schulden	186.837	100,0	189.373	100,0	184.698	100,0

Quelle: EQS Group Geschäftsberichte 2021, 2022 und 2023

Tabelle 6: Bilanz der EQS Group der Geschäftsjahre 2021, 2022 und 2023

285. Nach einer akquisitionsbedingt sprunghaften Ausweitung der Bilanzsumme in 2021 auf 186.837 T€ fielen die Veränderungen in den beiden Folgejahren mit einem Anstieg auf 189.373 T€ (2022) und einem anschließenden Rückgang auf 184.698 € (2023) moderat aus.
286. Auf der Aktivseite dominieren die langfristigen Vermögenswerte, die Ende 2023 rund 90,5 % der Bilanzsumme ausmachten. Sie wiederum werden vor allem von den **Geschäfts- und Firmenwerten** geprägt, die Ende 2023 einen Anteil von 52,9 % an den Vermögenswerten der EQS Group hatten. Gemeinsam mit den **immateriellen Vermögenswerten** sind 83,7 % des Kapitals in diesen beiden Positionen gebunden.
287. Maßgeblich verantwortlich für das hohe Niveau dieser beiden Bilanzposten sind drei Akquisitionen aus dem Jahr 2021, als die Goth Ethics A/S für rd. 10.107 T€ plus Earn-out Komponenten, die Business Keeper GmbH für 97.000 T€ und die C2S2 GmbH für 5.469 T€ erworben wurden. Dadurch erhöhten sich die **Immateriellen Vermögenswerte** aus Kaufpreisallokationen in 2021 um 49.557 T€ auf 63.675 T€, während der bilanzierte **Geschäfts- und Firmenwert** um 79.813 T€ auf 96.711 T€ stieg. In den beiden Folgejahren beschränkten sich die Zugänge bei den immateriellen Vermögenswerten im Wesentlichen auf selbsterstellte Software im Umfang von 2.159 T€ (2022) bzw. 1.893 T€ (2023).
288. Bei den **immateriellen Vermögenswerten** beliefen sich die Buchwerte per Ende 2023 bei selbsterstellter Software auf 11.179 T€, bei erworbener Software auf 13.886 T€ und bei den Kundenstämmen auf 31.810 T€. Die **Geschäfts- oder Firmenwerte** betragen 97.649 T€.
289. Von den **Sachanlagen** mit einem Buchwert von 3.556 T€ per 31.12.2023 entfielen etwa 2.121 T€ auf geleaste Gebäude (IFRS 16) und 1.436 T€ auf Betriebs- und Gebäudeausstattung. Da die Zugänge zu den Sachanlagen geringer ausfielen als die Summe aus Abgängen und Abschreibungen, hat sich der Buchwert der Sachanlagen binnen der vergangenen zwei Jahren mehr als halbiert.
290. Bei den **langfristigen finanziellen Vermögenswerten**, die sich Ende 2023 noch auf 1.375 T€ beliefen, handelte es sich vor allem um Darlehen an Auslandsgeschäftsführer und leitende Mitarbeiter zur Finanzierung des Kaufs von Aktien des Mutterunternehmens. Diese sind laut aktuellem Geschäftsbericht im Februar 2024 gänzlich zurückgezahlt wurden.
291. 2022 wurden erstmals aktive **latente Steuern** i.H.v. 5.447 T€ auf Verlustvorträge gebildet, die vor allem in Deutschland (5,0 Mio. €) anfielen. Ende 2023 beliefen sich die in der Bilanz ausgewiesenen aktiven latenten Steuern auf 7.777 T€.
292. Die **Forderungen aus Lieferungen und Leistungen** gingen 2022 trotz der deutlichen Umsatzsteigerung infolge eines besseren Forderungsmanagements sowie eines hohen

Anteils an Vorauszahlungen um 943 T€ auf 6.075 T€ zurück. 2023 entwickelten sich die Forderungen dagegen mit einem Plus von 26,2 % auf 7.669 T€ deutlich überproportional zum Umsatz. Dies lag nicht zuletzt an dem starken Jahresendspurt im Neukundengeschäft, wodurch viele Verträge erst im Januar 2024 umsatzwirksam wurden.

293. Bei den **sonstigen kurzfristigen Vermögenswerten** sind die Vorauszahlungen für Leistungen hervorzuheben, die erst nach dem jeweiligen Bilanzstichtag erbracht werden. Auf sie entfielen Ende 2023 1.538 T€ der Gesamtposition i.H.v. 1.871 T€. Ende 2022 hatte das Gesamtvolumen dieses Bilanzpostens 1.524 T€ betragen, nach 1.907 T€ in 2021.
294. Die **Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente** beliefen sich Ende 2023 auf 7.504 T€, nach 10.655 T€ (2022) und 8.653 T€ (2021) in den beiden Vorjahren.
295. Das **Eigenkapital** bildete Ende 2023 mit 105.797 T€ und bei einer Eigenkapitalquote von 57,3 % den mit Abstand größten Posten auf der Passivseite der Bilanz. 2022 war eine Erhöhung des gezeichneten Kapitals um 1.365 T€ auf 10.024 T€ erfolgt, die zu einem Bruttoemissionserlös von insgesamt 45,0 Mio. € führte. Die Mittel wurden hauptsächlich zur anteiligen Tilgung eines Bankdarlehens sowie eines zinslosen Verkäuferdarlehens i.H.v. 17,0 Mio. € zur Finanzierung des Kaufs der Business Keeper GmbH verwendet.
296. Unter den langfristigen Verbindlichkeiten fielen die **Finanzschulden** per Ende 2023 mit 21.879 T€ am stärksten ins Gewicht, nach 9.927 T€ in 2021 und 30.890 T€ in 2022. Die starke Schwankung erklärt sich u.a. aus der Aufnahme eines Konsortialkredits in 2022, mit dem die Brückenfinanzierung zur Übernahme der Business Keeper GmbH abgelöst wurde. Der Rückgang in 2023 beruhte auf der ratierlichen Tilgung der Darlehen.
297. Die **latenten Steuerschulden** resultieren im Wesentlichen aus den Unternehmenserwerben, die 2021 einen Anstieg dieser Position um 14.091 T€ auf 16.607 T€ bewirkten. Sowohl in 2022 (18.621 T€) als auch in 2023 (18.253 T€) fiel der Ansatz höher aus, weil keine Saldierung mehr gegen latente Steueransprüche erfolgte.
298. Die **Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen** haben sich 2023 aufgrund erhöhter Beratungsleistungen mit einem Anstieg auf 7.243 T€ mehr als verdoppelt. 2022 waren sie noch von 3.197 T€ im Vorjahr auf 2.709 T€ zurückgegangen.
299. Die **Vertragsverbindlichkeiten**, die 2023 ein Niveau von 13.541 T€ erreichten, sind eine wachsende Finanzierungsquelle für die EQS Group AG. Sie resultieren in erster Linie aus Vorauszahlungen für Cloud-Produkte. Im Vorjahr belief sich der Wert auf 11.541 T€, nach 9.978 T€ in 2021.

300. Die **kurzfristigen Finanzschulden** erhöhten sich 2023 leicht von 8.198 T€ in 2022 auf 10.384 T€. Im Jahr 2021 waren sie akquisitionsbedingt noch auf 73.095 T€ angeschwollen, bevor sie 2022 durch Tilgungen im Zuge der Kapitalerhöhungen wieder stark zurückgeführt wurden.
301. Die **Ertragsteuerschulden** sind im Betrachtungszeitraum von 214 T€ in 2021 zunächst auf 1.350 T€ in 2022 und im Folgejahr auf 1.914 T€ gestiegen.
302. In den **Leistungen an Arbeitnehmer** sind Bonuszahlungen, leistungsorientierte Versorgungspläne und eine Reihe sonstiger Entgeltansprüche erfasst, wobei der kurzfristige Anteil deutlich überwiegt. Während es 2022 lediglich beim langfristigen Teil zu einer leichten Veränderung kam (-308 T€ auf 425 T€), erhöhte sich der kurzfristige Betrag 2023 aufgrund der Abwicklung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen von rund 1.495 T€ auf 2.985 T€.
303. Die **sonstigen kurzfristigen Schulden** beinhalten im Wesentlichen sonstige Steuerverbindlichkeiten (Umsatz- sowie Lohn- und Kirchensteuer). Diese haben sich von 1.161 T€ in 2021 auf 1.615 T€ in 2022 und auf 1.864 T€ in 2023 ausgeweitet.

2. Planungsprozess

304. Der Bewertung liegt ein von der EQS Group AG erstellter Forecast für das laufende Jahr 2024 und eine Mittelfristplanung für die Jahre 2025 bis 2027 (zusammen Detailplanungszeitraum) zugrunde. Die Planungsrechnung besteht aus Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen, der Planung der Bilanzposten sowie des operativen Cash Flows. Die Planungsrechnung wurde unter Anwendung der Rechnungslegungsvorschriften der IFRS in Euro erstellt.
305. Der reguläre Planungsprozess der EQS Group AG beginnt Mitte August. Es handelt sich um ein Wechselverfahren im Top-down- sowie Bottom-Up-Ansatz.
306. Zunächst werden bottom-up für das Folgejahr (Budget) über verschiedene Abteilungen und Produkte hinweg die Umsatzerlöse durch Verkaufsteams und die operativen Kosten, innerbetrieblichen Einnahmen und Ausgaben sowie die erwartete Personalentwicklung durch Abteilungsleiter und Produktmanager geplant. Die Planung der Umsatzerlöse erfolgt nach den Segmenten Compliance und IR sowie nach „Cloud Products“ und „Cloud Services“. Bei Cloud Products handelt es sich um spezialisierte Softwarelösungen, die als Produkt bereitgestellt werden und von den Kunden direkt genutzt werden können. Diese Produkte sind in der Regel vorgefertigte Anwendungen oder Tools, die spezifische Funktionen erfüllen und von den Benutzern zur Lösung bestimmter Aufgaben verwendet werden können wie etwa das Compliance-COCKPIT oder das IR-COCKPIT. Cloud Services hingegen sind anpassbare Dienstleistungen, die über die Cloud bereitgestellt werden und oft eine kontinuierliche

Unterstützung und Anpassung an die spezifischen Bedürfnisse der Kunden bieten. Neben bestehenden Kundenverträgen und Churn Rates (Abwanderungsraten) werden für die Umsatzplanung Annahmen zur Neukundenentwicklung sowie Up- und Cross-Selling-Potenziale herangezogen. Unter Cross-Selling ist der Verkauf von zusätzlichen Produktmodulen und unter Up-Selling die Erweiterung von Produktfunktionalitäten zu verstehen.

307. Die Gesellschaft unterscheidet bei den Umsatzerlösen zwischen regelmäßig wiederkehrenden („recurring“) und erneut auftretenden („re-occurring“) Umsätzen. Unter regelmäßig wiederkehrende Umsätze fallen Umsatzerlöse für Subskriptionen durch Produkte wie etwa das IR-COCKPIT oder Compliance-COCKPIT. Unter erneut auftretende Umsätze fallen Umsätze, die in der Regel jährlich anfallen, wo jedoch die Höhe des Umsatzes noch nicht feststeht, da dieser vom Volumen abhängt und das Volumen vorab nicht feststeht. Hierzu zählen die Umsätze aus Reporting, die auf Basis von Meldungen oder Zeichen abgerechnet werden. Darüber hinaus bestehen unregelmäßige bzw. einmalige Umsatzerlöse wie etwa die Setup Fee, die mit der Erfassung eines neuen Kunden generiert werden. Die Planung der bezogenen Leistung ergibt sich auf Basis der Umsatzplanung. Die Planung der übrigen Bestandteile der Gewinn- und Verlustrechnung sowie die Bilanzplanung erfolgen Gruppenebene. Die Personalaufwendungen werden auf Grundlage der Personalplanung und erwarteter Gehaltsentwicklungen geplant. Die Planung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen basiert auf Vorjahreswerten nach Bereinigung von Einmaleffekten.
308. Ende August werden alle Umsatz- und Kostenplanungen im Entwurf abgeschlossen und vom Controlling überprüft. Im September finden Feedbackgespräche zwischen dem Management, den Produktmanagern, den Abteilungsleitern und dem Controlling statt. Auf Basis der Budgetplanung (Folgejahr) werden durch das Management die darauffolgenden drei Jahre top-down geplant. Schließlich wird der finalisierte Plan im Zeitraum von September bis November durch den Vorstand verabschiedet.
309. Infolge des öffentlichen Übernahmeangebots durch die Pineapple Bidco in 2023 wurde der reguläre Planungsprozess zeitlich verschoben, jedoch die Methodik des regulären Planungsprozesses grundsätzlich eingehalten. Das Budget 2024 wurde durch einen Forecast 2024 ersetzt, der auf den Ist-Zahlen von Januar bis April 2024 und einer Schätzung für die Monate Mai bis Dezember 2024 basiert. Die Planjahre 2025 bis 2027 wurden um die neuesten Erkenntnisse angepasst.
310. Die der Bewertung zugrunde liegende Detailplanung wurde am 8. Mai 2024 vom Vorstand verabschiedet und am selben Tag vom Aufsichtsrat genehmigt.

311. Im Sinne der Phasenmethode (vgl. IDW S 1, Tz. 75 ff.) bilden die Planjahre 2024 bis 2027 die Detailplanungsphase (Phase I). Es ist festzuhalten, dass die Unternehmensbewertung grundsätzlich auf der im Rahmen des regulären, jährlichen Planungsprozesses erstellten konsolidierten Planung der EQS Group-Gruppe basiert.
312. Zum Ende des Detailplanungszeitraums im Jahr 2027 liegt aus Sicht der Bewertungsgutachterin noch kein Gleichgewichtszustand vor, der nachhaltig fortgeschrieben werden könnte. Daher wurde seitens ValueTrust in Absprache mit der Gesellschaft eine Planungsverlängerung vorgenommen und eine Konvergenzphase bis zum Jahr 2031 modelliert. Nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin ist die Verlängerung des Planungshorizonts insbesondere deshalb erforderlich, weil sich das Umsatzerlöswachstum zum Ende des Detailplanungszeitraums auf einem sehr hohen Niveau befindet, das deutlich über der inflationsbedingten nachhaltigen Wachstumsrate liegt.

3. Planungstreue

313. Im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit haben wir auch die Planungstreue der Gesellschaft in der Vergangenheit analysiert. Zu diesem Zweck haben wir die Budgetplanungen für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 den Ist-Ergebnissen gegenübergestellt.
314. Auf Basis unserer Analysen zur Planungssystematik und zur Planungstreue waren keine Anzeichen für eine grundsätzlich fehlende Eignung der Planungsrechnung zu erkennen. Insgesamt halten wir die Planungsrechnung der EQS Group daher trotz der Abweichungen im Geschäftsjahr 2022 und 2023, die auf exogenen und damit nicht planbaren Faktoren beruhten, für eine geeignete Basis für die Ertragswertermittlung.

4. Analyse der Planung

a) Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) in der Detailplanungsphase

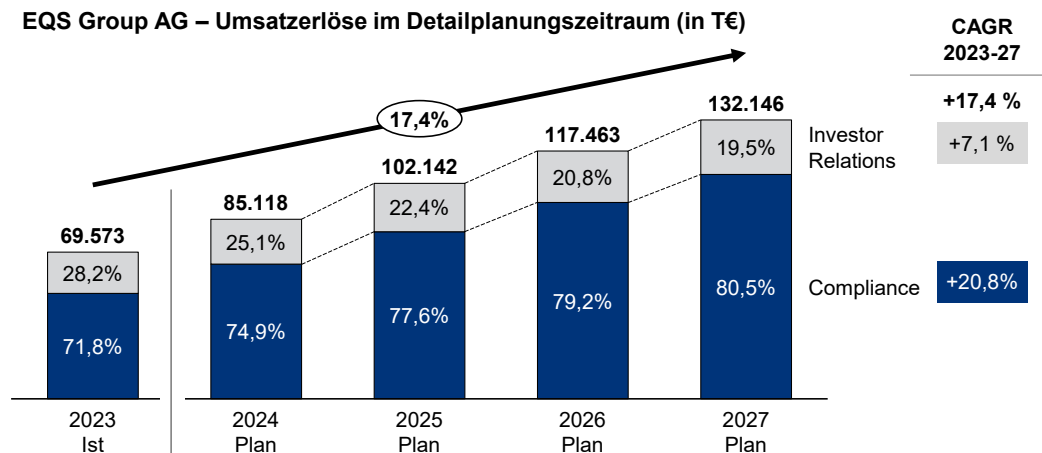
315. Zur Beurteilung der Planung der EQS Group AG haben wir auf der Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen mit dem Vorstand und Mitarbeitern der EQS Group AG sowie der Bewertungsgutachterin ValueTrust Plausibilisierungsgespräche geführt.
316. In der folgenden Übersicht stellen wir die konsolidierte Original-Planungsrechnung für den EQS Group-Konzern im Detailplanungszeitraum von 2024 bis 2027 bis zum EBIT in Euro dar.
317. Die Planung der EQS Group-Gruppe wurde ausschließlich in Euro erstellt, Fremdwährungen wurden nicht berücksichtigt. Die Detailplanungsphase für den Zeitraum von 2024 bis 2027 stellt sich im Vergleich zum bereinigten historischen Betrachtungszeitraum wie folgt dar:

EQS Group AG	Ist	Ist	Ist	Plan	Plan	Plan	Plan	CAGR
Detailplanungsphase	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2023-27
Planungsrechnung	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	In %
Umsatzerlöse (UE)	50.223	61.430	69.573	85.118	102.142	117.463	132.146	17,4%
Wachstum in %	n.a.	22,3%	13,3%	22,3%	20,0%	15,0%	12,5%	
Sonstige Erträge	363	195	344	311	300	300	300	-3,4%
Aktiviere Eigenleistungen	2.241	2.159	1.893	1.800	1.800	1.800	1.800	-1,3%
Gesamtleistung	52.827	63.784	71.810	87.229	104.242	119.563	134.246	16,9%
Wachstum in %	n.a.	20,7%	12,6%	21,5%	19,5%	14,7%	12,3%	
Bezogene Leistungen	-7.425	-9.084	-8.524	-9.205	-9.600	-9.948	-10.500	5,4%
Rohrertrag	45.402	54.700	63.286	78.024	94.642	109.614	123.746	18,3%
in % der UE	90,4%	89,0%	91,0%	91,7%	92,7%	93,3%	93,6%	
Personalaufwendungen	-31.340	-38.837	-41.317	-45.429	-50.000	-55.000	-60.000	9,8%
in % der UE	-62,4%	-63,2%	-59,4%	-53,4%	-49,0%	-46,8%	-45,4%	
Sonstige Aufwendungen inkl. Wertberichtigungen auf Forderungen aus LuL	-11.401	-11.938	-13.799	-18.651	-20.000	-21.000	-22.000	12,4%
in % der UE	-22,7%	-19,4%	-19,8%	-21,9%	-19,6%	-17,9%	-16,6%	
EBITDA	2.661	3.925	8.170	13.944	24.642	33.614	41.746	50,3%
in % der UE	5,3%	6,4%	11,7%	16,4%	24,1%	28,6%	31,6%	
Abschreibungen	-6.129	-8.151	-8.459	-8.459	-8.459	-8.459	-8.459	0,0%
in % der UE	-12,2%	-13,3%	-12,2%	-9,9%	-8,3%	-7,2%	-6,4%	
EBIT	-3.468	-4.226	-289	5.485	16.183	25.155	33.287	n.a.
in % der UE	-6,9%	-6,9%	-0,4%	6,4%	15,8%	21,4%	25,2%	

Quelle: EQS Group AG; ValueTrust; IVA-Darstellung

Tabelle 7: Planungsrechnung des EQS Group AG-Konzerns – Vergangenheit und Detailplanungsphase

318. Laut Planungsrechnung der EQS Group AG steigert die Gesellschaft die **Umsatzerlöse** im Detailplanungszeitraum von 69.573 T€ in 2023 um durchschnittlich 17,4 % p.a. auf 132.146 T€ in 2027. Der Umsatz setzt sich aus den beiden Segmenten Compliance und IR zusammen, die nachfolgend dargestellt werden:

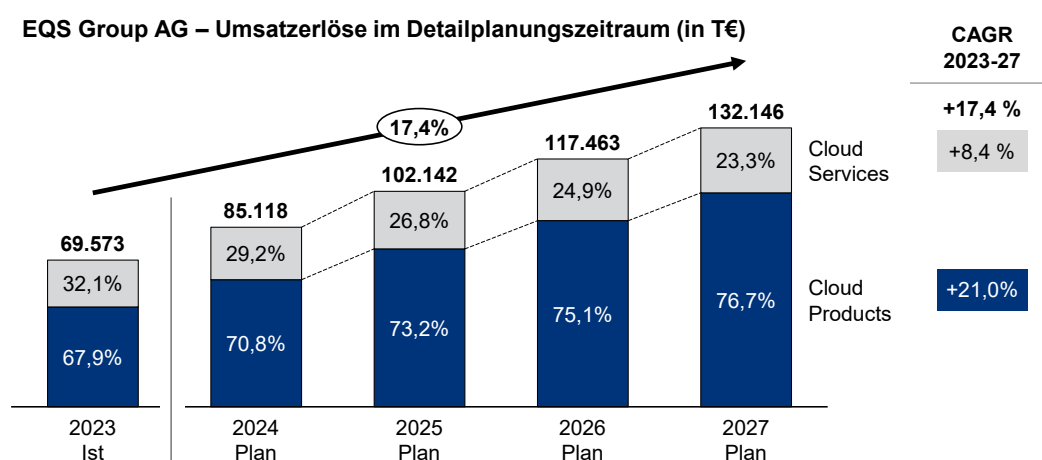


Quelle: EQS Group AG; IVA-Darstellung

Abbildung 11: Umsatzerlöse im Detailplanungszeitraum nach Segmenten

319. Aus der Abbildung geht hervor, dass das Segment Compliance im Planungszeitraum mit 20,8 % p.a. stark zunimmt. Dies ist insbesondere auf die positiven Effekte der hohen Regulierungsdichte auf europäischer Ebene zurückzuführen. Im Segment IR plant die Gesellschaft Wachstumsraten von 7,1 % p.a., die vorrangig aus Umsatzsteigerungen mit bestehenden Kunden erzielt werden sollen. Im Planungszeitraum steigt der Anteil des Segments Compliance weiter an und trägt im letzten Detailplanjahr 2027 zu 80,5 % der Umsatzerlöse bei, während die Umsätze im Segment Investor unterproportional zunehmen und in 2027 rd. 19,5 % der Umsatzerlöse ausmachen.
320. Der starke Umsatzanstieg im Segment Compliance ist auf eine Ausweitung des bestehenden Kundenstamms und eine Steigerung des Umsatzes mit bestehenden Kunden durch Preissteigerungen sowie Up- und Cross-Selling-Potenzialen zurückzuführen. Auf europäischer Ebene stellen insbesondere die zuletzt implementierte Hinweisgeberschutzrichtlinie, die EU-Lieferkettenrichtlinie sowie die Regelungen der Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen Entwicklungen dar, die umfangreiche Auswirkungen auf die Compliance- und Berichterstattungspflichten der Unternehmen haben werden. Die Whistleblower-Richtlinie auf europäischer Ebene betrifft rd. 250.000 Unternehmen mit mehr als 50 Mitarbeitern (vgl. Tz. 125). In dieser hohen Regulierungsdichte sieht die Gesellschaft das Potenzial, mit dem Produkt Integrity Line Ihren Kundenstamm allein im Jahr 2024 um 1.800 Neukunden zu erweitern. Die Planungsrechnung berücksichtigt eine jährliche Kundenabwanderungsrate (Churn Rate) von etwa 4,0 % bis 5,0 %. Durch die Plattform-Strategie der EQS Group wird angestrebt, Neukunden perspektivisch in das EQS Compliance-COCKPIT zu migrieren, wodurch sich weitere Up- und Cross-Selling-Potenziale eröffnen.

321. Bei den Kunden im Segment IR handelt es sich fast ausschließlich um börsennotierte Gesellschaften. Trotz des geringeren Neukundenpotenzials erwartet die Gesellschaft aufgrund ihrer guten Marktposition in diesem Segment eine Umsatzsteigerung insbesondere aus dem bestehenden Kundenstamm. Der erwartete Neukundenzuwachs liegt in 2024 bei unter 100 Neukunden.
322. Die geplanten Umsatzerlöse der EQS Group können neben dem Segmentsplit nach Cloud Produkten und Cloud Services unterschieden werden. Die nachfolgende Abbildung stellt die Entwicklung im Detailplanungszeitraum dar:



Quelle: EQS Group AG; IVA-Darstellung

Abbildung 12: Umsatzerlöse im Detailplanungszeitraum nach Cloud Produkten und Cloud Services

323. Aus der Abbildung geht hervor, dass im Planungszeitraum der Umsatzanteil der Cloud Produkte zunimmt und im letzten Planjahr 76,7 % erreicht. Bei den Cloud Produkten handelt es sich um Softwarelösungen wie das Compliance-COCKPIT und das Investor Relations-COCKPIT, die in der Cloud gehostet und als fertige Anwendungen zur Nutzung bereitgestellt werden. Bei den Umsätzen aus Cloud Products handelt es sich häufig um wiederkehrende Einnahmen, für die die zur Erbringung der Dienstleistung bezogenen Fremdleistungen gering sind. Die Cloud Services hingegen umfassen Dienstleistungen, die eine individuellere und serviceorientierte Komponente enthalten. Hierzu zählen etwa Filings (die Konvertierung von Finanzinformationen in das jeweils geforderte Format und deren rechtssichere Übermittlung an die zuständigen Stellen) und die Vergabe des Legal Entity Identifiers. Der Anteil der Cloud Services an den Gesamtumsatzerlösen reduziert sich im letzten Planjahr auf 23,3 %.
324. Insgesamt erachten wir die geplanten Umsatzerlöse der EQS Group AG unter Berücksichtigung der eigenen historischen Umsatzwachstumsraten, der durchschnittlichen historischen und prognostizierten Umsatzwachstumsraten von Vergleichsunternehmen (vgl.

Tz. 213f.) und des positiven Marktausblicks im Segment Compliance (vgl. Abschnitt D.I.3.a)) als ambitioniert.

325. Die **bezogenen Leistungen** wachsen im Zeitraum von 2023 bis 2027 mit 5,4 % p.a. unterdurchschnittlich. Der Posten umfasst im Wesentlichen Zahlungen an externe Partner im Bereich Filings, an Dienstleister für bezogene Kurs- oder Investorendaten sowie Gebühren für LEI-Codes. Die bezogenen Leistungen sind tendenziell dem Segment IR zuzuordnen. Der unterdurchschnittliche Anstieg der bezogenen Leistungen ist auf den sich verändernden Produktmix hin zu höheren Cloud Products-Anteilen zurückzuführen, was eine Reihe von Vorteilen wie etwa die deutlich geringeren Implementierungskosten, zentral und fortlaufende Wartung und Fehlerbehebung sowie die leichtere Skalierbarkeit mit sich bringt.
326. Der **Personalaufwand** erhöht sich im Zeitraum von 2023 bis 2027 um durchschnittlich 9,8 % p.a. Die Planung des Personalaufwands erfolgt auf Konzernebene. Dabei wird von der derzeitigen Mitarbeiterzahl und ihren aktuellen Gehältern ausgehend ein jährlicher Nettozuwachs von 10 bis 15 Mitarbeitern und jährliche Gehaltserhöhungen von rd. 5,0 % angenommen. In 2024 ist die Mitarbeiterzahl jedoch aufgrund eines Personalabbaus zu zunächst rückläufig, bevor sie dann in den Folgejahren wieder ansteigt. Die Neueinstellungen sollen überwiegend in den Bereichen Products und Sales erfolgen. Im Planungszeitraum reduziert sich die Personalaufwandsquote (als Personalaufwand zu den Umsatzerlösen) aufgrund von Skaleneffekten von 59,4 % in 2023 auf 45,4 % in 2027.
327. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** werden auf Konzernebene geplant. So werden ausgehend von den Ist-Werten aus dem Jahr 2023 unter Bereinigung von Sondereffekten sonstige betriebliche Aufwendungen wie IT-Infrastrukturkosten, Beratungskosten, Marketingkosten, Mieten, Versicherungskosten sowie übrige sonstige Kosten geplant. Dabei bilden die IT-Infrastrukturkosten mit über einem Drittel den größten Aufwandsposten innerhalb der sonstigen betrieblichen Aufwendungen, gefolgt von Beratungskosten und Marketingkosten mit einem Anteil von jeweils über 15,0 %. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhen sich im Planjahr 2024 im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 21,9 % auf 18.651 T€, was insbesondere auf steigende IT-Infrastrukturkosten zurückzuführen sind. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass mit zunehmender Kundenbasis höhere Kosten zur Gewährleistung der IT-Sicherheit anfallen. Zudem liegen umsatzabhängige IT-Kosten vor, die mit steigendem Umsatz entsprechend zunehmen. Die Marketingkosten steigen im Planjahr 2025 überproportional an, um den Absatz des Compliance-COCKPITs zu steigern. Bei relevanten Aufwandspositionen wurde ab 2026 ein Preisanstieg von 5,0 % p.a. berücksichtigt. Die Aufwandsquote verringert sich im Detailplanungszeitraum aufgrund des überproportionalen Umsatzwachstums von 21,9 % in 2024 auf 16,6 % in 2027.

328. Insgesamt führen die ambitionierte Umsatzplanung und die unterproportional steigenden Aufwendungen in der Detailplanungsphase zu einem Anstieg der erwarteten EBITDA-Marge von 11,7 % im Geschäftsjahr 2023 auf 31,6 % im letzten Detailplanungsjahr 2027. Wir erachten die sich ergebende EBITDA-Marge unter Berücksichtigung der eigenen historischen EBITDA-Margen und der durchschnittlichen historischen und prognostizierten EBITDA-Margen von Vergleichsunternehmen (vgl. Abschnitt D.I.3.b)) insgesamt als ambitioniert.
329. Die Abschreibungen wurden im Planungszeitraum konstant mit 8.459 T€ geplant und entfallen im Wesentlichen auf Kundenstämme, erworbene sonstige Software und Lizenzen sowie selbst erstellte Software.
330. Insgesamt führen die beschriebenen Effekte zu einem Anstieg der erwarteten EBIT-Marge von -0,4 % im Geschäftsjahr 2023 auf 25,2 % im letzten Detailplanungsjahr 2027. Wir erachten die sich ergebende EBIT-Marge unter Berücksichtigung der eigenen historischen EBIT-Margen und der durchschnittlichen historischen und prognostizierten EBIT-Margen von Vergleichsunternehmen (vgl. Abschnitt D.I.3.b)) insgesamt als ambitioniert.
331. Die Planungsrechnung der EQS Group AG beruht auf einer sachgerechten Methodik und einer vollständigen Datenbasis. Sie ist der Höhe nach vertretbar und rechnerisch richtig. Wir erachten die Planungsrechnung der EQS Group AG insgesamt als plausibel.

b) Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) in der Grobplanungsphase und in der ewigen Rente

332. Zum Ende des Detailplanungszeitraums in 2027 liegt aus Sicht der Bewertungsgutachterin noch kein Gleichgewichtszustand vor, der nachhaltig fortgeschrieben werden könnte.
333. Daher wurde seitens ValueTrust eine Planungsverlängerung vorgenommen und eine Grobplanungsphase („Fortführungsphase“) bis zum Jahr 2031 modelliert. Damit wurde der Planungszeitraum auf insgesamt acht Jahre ausgedehnt. Wir haben die durch die Gutachterin dargestellte Grobplanungsphase (2028 bis 2031) sowie die nachhaltige Rente (2032 ff.) rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen.
334. Nach Ausführungen der Bewertungsgutachterin ist die Verlängerung des Planungshorizonts aus folgenden Gründen erforderlich:
- Das Wachstum der Umsatzerlöse befindet sich zum Ende des Detailplanungszeitraums noch auf einem sehr hohen Niveau, das deutlich über der inflationsbedingten nachhaltigen Wachstumsrate liegt. Die für das letzte Detailplanjahr (2027) geplante Wachstumsrate der Umsatzerlöse i.H.v. 12,5 % wird über einen

Zeitraum von vier Jahren auf das für die ewige Rente angenommene nachhaltige Niveau von 2,0 % abgeschmolzen.

- Die Aufwandsquoten der EQS Group werden leicht rückläufig geplant. Dies wird mit einem hohen Umsatzwachstum im Zusammenhang mit dem skalierbaren Geschäftsmodell der EQS Group begründet. Die bezogenen Leistungen werden nachhaltig geringfügig auf ein Niveau von rd. 7,9 % der Umsatzerlöse gesenkt. Um Skaleneffekte abzubilden geht ValueTrust davon aus, dass sich die Personalkostenquote in der Grobplanungsphase von 45,4 % im Jahr 2027 auf 45,1 % im Jahr 2031 reduziert. Die sonstigen Aufwendungen werden mit einem im Vergleich zu den Umsatzerlösen unterproportionalen Anstieg fortgeschrieben, so dass sich die Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Grobplanungszeitraum leicht auf 16,5 % reduziert. Im Ergebnis erhöht sich dadurch die EBITDA-Marge der EQS Group von 31,6 % im letzten Detailplanjahr 2027 auf 32,0 % zum Ende der Grobplanungsphase.
- Auch hinsichtlich der immateriellen Vermögenswerte und der Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen befindet sich die EQS Group nach den Feststellungen der Bewertungsgutachterin am Ende des Planungszeitraums im Jahr 2027 noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand. Die Anpassungen in der Grobplanungsphase betreffen insbesondere aktivierte Kundenstämme aus den Unternehmensübernahmen, erworbene und selbsterstellte Software sowie die Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen. Im Hinblick auf die aktivierten Kundenstämme hat die Bewertungsgutachterin (vereinfachend) berücksichtigt, dass diese planmäßig abgeschrieben werden und insoweit keine Reinvestitionen erforderlich werden. In Bezug auf die selbsterstellte und die erworbene Software wurden die nachhaltigen Reinvestitionen unter der Annahme typisierter Nutzungsdauern ermittelt. Für die Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen hat die Bewertungsgutachterin – in Abstimmung mit dem Management der Gesellschaft – ein nachhaltiges Niveau zugrunde gelegt und in der Grobplanungsphase im Jahr 2028 zunächst eine entsprechende Zuführung angenommen. In den folgenden Perioden wurden die Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen konstant fortgeschrieben. Auf der Basis der getroffenen Annahmen zu den nachhaltigen Reinvestitionen und Abschreibungen ergibt sich im Jahr 2030 ein deutlicher Rückgang der Abschreibungen, der im Wesentlichen auf die beschriebenen Effekte aus den aktivierten Kundenstämmen zurückzuführen ist.

335. Die Grobplanungsphase (Konvergenzphase) für den Zeitraum von 2028 bis 2031 und der Terminal Value ab 2032 ff. stellen sich wie folgt dar:

EQS Group AG	Plan	Plan	Plan	Plan	Konv	Konv	Konv	Konv	TV
Grobplanung & TV	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032 ff
	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€
Umsatzerlöse (UE)	85.118	102.142	117.463	132.146	145.195	155.722	162.924	166.182	169.506
Wachstum in %	22,3%	20,0%	15,0%	12,5%	9,9%	7,2%	4,6%	2,0%	2,0%
Sonstige Erträge	311	300	300	300	302	305	309	315	322
Aktiviert. Eigenleistungen	1.800	1.800	1.800	1.800	1.858	1.993	2.085	2.127	2.170
Gesamtleistung	87.229	104.242	119.563	134.246	147.355	158.019	165.318	168.625	171.997
Wachstum in %	21,5%	19,5%	14,7%	12,3%	9,8%	7,2%	4,6%	2,0%	2,0%
Bezogene Leistungen	-9.205	-9.600	-9.948	-10.500	-11.498	-12.305	-12.848	-13.105	-13.367
Rohrertrag	78.024	94.642	109.614	123.746	135.857	145.715	152.471	155.520	158.630
in % der Umsatzerlöse	91,7%	92,7%	93,3%	93,6%	93,6%	93,6%	93,6%	93,6%	93,6%
Personalaufwendungen	-45.429	-50.000	-55.000	-60.000	-65.701	-70.314	-73.416	-74.884	-76.382
in % der UE	-53,4%	-49,0%	-46,8%	-45,4%	-45,3%	-45,2%	-45,1%	-45,1%	-45,1%
Sonst. Aufwendungen	-18.651	-20.000	-21.000	-22.000	-24.090	-25.782	-26.919	-27.458	-28.007
in % der UE	-21,9%	-19,6%	-17,9%	-16,6%	-16,6%	-16,6%	-16,5%	-16,5%	-16,5%
EBITDA	13.944	24.642	33.614	41.746	46.066	49.618	52.136	53.178	54.242
in % der UE	16,4%	24,1%	28,6%	31,6%	31,7%	31,9%	32,0%	32,0%	32,0%
Abschreibungen	-8.459	-8.459	-8.459	-8.459	-8.813	-8.838	-6.296	-6.422	-6.550
in % der UE	-9,9%	-8,3%	-7,2%	-6,4%	-6,1%	-5,7%	-3,9%	-3,9%	-3,9%
EBIT	5.485	16.183	25.155	33.287	37.253	40.781	45.840	46.756	47.692
in % der UE	6,4%	15,8%	21,4%	25,2%	25,7%	26,2%	28,1%	28,1%	28,1%

Quelle: EQS Group AG; ValueTrust; IVA-Darstellung

Tabelle 8: Planungsrechnung des EQS Group AG-Konzerns – Detailplanungsphase, Grobplanungsphase und Terminal Value

336. Insgesamt führen die beschriebenen Effekte zu einer weiteren Verbesserung der EBITDA-Marge von 31,6 % im letzten Detailplanjahr (2027) auf 32,0 % ab 2030 und in der ewigen Rente. Die EBIT-Marge verbessert sich von 25,2 % im letzten Detailplanjahr (2027) auf 28,1 % zum Ende der Grobplanungsphase (2031) und in der ewigen Rente und reflektiert neben den operativen Verbesserungen insbesondere auch den Wegfall der Abschreibungen auf aktivierte Kundenstämme.
337. Wir konnten die Ableitung der Grobplanungsphase und der ewigen Rente rechnerisch und inhaltlich nachvollziehen. Die Ableitung der Investitions- sowie Umsatzplanung sowie die Fortschreibung der Aufwandsgrößen erachten wir methodisch als sachgerecht. Die Annahmen der Bewertungsgutachterin im Rahmen der Planung der Grobplanungsphase sind insgesamt plausibel.

c) Finanzergebnis

338. Das **Finanzergebnis** wurde ausgehend von der Konzernbilanz der EQS Group AG zum 31. Dezember 2023 und einer integrierten Bilanz- und Finanzplanung für die einzelnen Jahre des Detailplanungszeitraums abgeleitet.
339. Die folgende Übersicht zeigt die Überleitung des von der Gesellschaft geplanten operativen Ergebnisses (EBIT) auf das Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT).

EQS Group AG	Plan	Plan	Plan	Plan	Konv	Konv	Konv	Konv	TV
Finanzergebnis	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032 ff.
	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€
Operatives Ergebnis (EBIT)	5.485	16.183	25.155	33.287	37.253	40.781	45.840	46.756	47.692
Finanzergebnis	-400	-300	-300	-300	356	533	801	817	834
Ergebnis vor Steuern (EBT)	5.085	15.883	24.855	32.987	37.609	41.314	46.641	47.574	48.525

Quelle: EQS Group AG; ValueTrust; IVA-Darstellung

Tabelle 9: Planungsrechnung des EQS Group AG-Konzerns – Ableitung Finanzergebnis und EBT

340. Den Ausgangspunkt für die Planung des Finanzergebnisses bildeten die zinstragenden Verbindlichkeiten und Vermögenswerte zum 31. Dezember 2023. Zu Beginn des Jahres 2024 wurde bei der EQS Group AG eine Kapitalerhöhung aus dem genehmigten Kapital im Umfang von 1.002.421 jungen Aktien durchgeführt, die von der Pineapple German Bidco GmbH zu einem Ausgabepreis von 40,00 € je Aktie gezeichnet wurde. Der EQS Group AG sind aus der Kapitalerhöhung damit rd. 40,1 Mio. € zugeflossen, die teilweise zur vorzeitigen Tilgung von bestehenden Finanzverbindlichkeiten (29,6 Mio. €) verwendet wurden. Die darüber hinaus gehenden Mittel aus der Kapitalerhöhung (10,5 Mio. €) führen zu einer Erhöhung der Liquidität der Gesellschaft. Die Bewertungsgutachterin hat die Kapitalerhöhung und die Auswirkungen auf die Finanzierungsstruktur (vereinfachend) bereits in der Aufsatzbilanz zum 31. Dezember 2023 abgebildet.
341. Wir haben die Ermittlung des Finanzergebnisses rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen. Wir kommen zu dem Ergebnis, dass das Finanzergebnis insgesamt sachgerecht geplant wurde.

d) Ertragsteuern des Unternehmens

342. Die den **Unternehmenseignern** frei zur Verfügung stehenden künftigen Nettozuflüsse sind unter Abzug der Ertragsteuern des Unternehmens zu ermitteln. Die Ertragsteuern berücksichtigen die Gewerbe- und Körperschaftsteuer (inkl. SolZ), die auf die inländischen Erträge entfallen, sowie ausländische Unternehmenssteuern. Wir haben die Ableitung der Ertragsteuern des Unternehmens nachvollzogen und halten die getroffenen vereinfachenden

Annahmen für sachgerecht und den sich ergebenden Ertragsteueraufwand der Höhe nach für vertretbar. Wir haben uns insbesondere davon überzeugt, dass die in Deutschland bestehenden steuerlichen Verlustvorträge in der Planung der Ertragsteuern des Unternehmens in der Detailplanungsphase angemessen reflektiert sind.

343. Die folgende Übersicht zeigt die Überleitung zu den Konzernergebnissen der EQS Group AG unter Berücksichtigung der von der Bewertungsgutachterin ValueTrust angesetzten Ertragsteuern des Unternehmens.

EQS Group AG	Plan	Plan	Plan	Plan	Konv	Konv	Konv	Konv	TV
Ertragsteuern	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032 ff.
	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€
Ergebnis vor Steuern (EBT)	5.085	15.883	24.855	32.987	37.609	41.314	46.641	47.574	48.525
Unternehmenssteuern	-509	-2.382	-4.971	-8.247	-10.186	-11.189	-12.632	-12.885	-13.143
Effektive Steuerquote	10,0%	15,0%	20,0%	25,0%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%
Jahresergebnis	4.577	13.500	19.884	24.740	27.423	30.125	34.009	34.689	35.383

Quelle: EQS Group AG; ValueTrust; IVA-Darstellung

Tabelle 10: Planungsrechnung des EQS Group AG-Konzerns – Ableitung der Ertragsteuern des Unternehmens und Jahresergebnis

e) Minderheitenanteile

344. Bei der indischen Tochtergesellschaft EQS Web Technologies Pvt. Ltd. bestehen in geringfügigen Umfang Minderheitenanteile konzernfremder Anteilseigner. Aufgrund der fehlenden Wesentlichkeit bildet die Planungsrechnung der EQS Group AG kein auf Minderheiten entfallendes Ergebnis ab. Das auf Minderheiten entfallende Ergebnis wird somit bei der Ableitung des Ertragswerts nicht berücksichtigt. Die Bewertungsgutachterin hat stattdessen die auf die Minderheiten entfallenden Ergebnisanteile barwertig als negativen Sonderwert in die Bewertung einbezogen.

5. Ableitung der Nettoausschüttungen

a) Ausschüttungsverhalten

345. Die Planungsrechnung der EQS Group AG sieht im Detailplanungszeitraum grundsätzlich (vereinfachend) eine vollständige Thesaurierung der Jahresergebnisse vor. Allerdings sieht weder die Investitionsplanung der Gesellschaft eine konkrete Verwendung der sich durch die Thesaurierung aufbauenden liquiden Mittel vor, noch bestehen andere konkrete Planungen für ihre Verwendung. Vor diesem Hintergrund hat die Bewertungsgutachterin in Abstimmung mit dem Management der Gesellschaft abweichenden Annahmen zum konkreten Ausschüttungsverhalten getroffen. Demnach wird in der Detailplanungs- und Grobplanungsphase von einer Vollausschüttung der nach Ausgleich des bestehenden

bilanziellen Verlustvortrags verbleibenden Jahresergebnisse ausgegangen. Die von der Bewertungsgutachterin getroffene Annahme entspricht der beabsichtigten Ausschüttungspolitik der Hauptaktionärin der Gesellschaft.

346. Beginnend mit dem Jahr vor der ewigen Rente setzt die Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote von 50,0 % an. Zudem wird eine Thesaurierung zur Finanzierung des Bilanzwachstums angenommen. Die hierfür vorgesehenen Mittel mindern insoweit den Wertbeitrag aus Thesaurierungen, der den Anteilseignern unmittelbar fiktiv zugerechnet wird.
347. Wir halten die bei der Bewertung der EQS Group AG gewählten Annahmen zum Ausschüttungsverhalten, den erforderlichen (wachstumsbedingten) Thesaurierungen sowie zur Verwendung der thesaurierten Beträge der Höhe nach vertretbar und insgesamt plausibel. Die im Rahmen unserer Analysen für alternativ vertretbare Annahmen hinsichtlich der Dauer und der Höhe der echten Thesaurierungen sowie der Höhe der Ausschüttungsquote durchgeführten Berechnungen haben keine Anhaltspunkte dafür ergeben, dass die angebotene Barabfindung unangemessen wäre.

b) Ertragsteuern der Anteilseigner

348. Da der Unternehmenswert aus der Sicht der Unternehmenseigner ermittelt wird, ist die steuerliche Belastung der Anteilseigner auf die Ausschüttungen aus dem Unternehmen sowie auf die Kursgewinne (fiktiv zugerechnete Thesaurierungsbeträge) zu berücksichtigen.
349. Bei der Bewertung von deutschen Kapitalgesellschaften ist zu berücksichtigen, dass Zinseinkünfte, Dividenden und Kursgewinne einer einheitlichen und von den individuellen Verhältnissen des Anteilseigners unabhängigen nominellen Steuerbelastung i.H.v. 25,0 % (sog. Abgeltungsteuer) zuzüglich SolZ unterliegen.
350. Aus den unterschiedlichen Zufluss- und Realisationszeitpunkten von Ausschüttungen und Kursgewinnen resultieren indes unterschiedliche effektive Steuerbelastungen. Während die effektive Steuerlast für Zinsen und Dividenden regelmäßig der nominellen Steuerbelastung entspricht, hängt die effektive Steuerbelastung auf zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen vom Zeitpunkt ab, zu dem die Wertsteigerung realisiert wird. Sie reduziert sich mit zunehmender Haltedauer eines Wertpapiers durch den Anteilseigner. Vor diesem Hintergrund werden Anteilseigner bestrebt sein, die effektive Steuerbelastung durch lange Haltedauern möglichst gering zu halten. Unter der Annahme langer Haltedauern bedeutet dies einen gegenüber der nominellen Steuerbelastung deutlich geminderten effektiven Steuersatz für Veräußerungsgewinne.

351. Dementsprechend wird in der vorliegenden Bewertung der nominelle Abgeltungssteuersatz zzgl. SolZ (rd. 26,4 %) für die Ausschüttungen in Ansatz gebracht, während die den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechneten Thesaurierungsbeträge typisierend mit einem Steuersatz in Höhe des hälftigen nominellen Steuersatzes zuzüglich SolZ (rd. 13,2 %) belastet werden.
352. Eine analoge Besteuerung der inflationsbedingten Wertsteigerungen in der Phase der ewigen Rente mit einem effektiven Steuersatz wurde nicht vorgenommen. Die Bewertungsgutachterin hat stattdessen in der Phase der ewigen Rente einen um die Effekte aus den persönlichen Ertragsteuern gekürzten Wachstumsabschlag i.H.v. 1,74 % angewendet und insoweit die steuerliche Belastung aus inflationsbedingten Wertsteigerungen wertäquivalent in das Bewertungskalkül integriert.
353. Aufgrund des bei der EQS Group AG bestehenden steuerlichen Einlagekontos unterliegen die Ausschüttungen in einem überschaubaren Umfang nicht der Abgeltungsteuer. Diesen steuermindernden Effekt hat die Bewertungsgutachterin (modellintegriert) bei der Ermittlung der Abgeltungsteuer (zzgl. SolZ) auf den Wertbeitrag aus Ausschüttungen berücksichtigt.
354. Das steuerliche Einlagenkonto der EQS Group AG gem. § 27 Abs. 2 KStG weist – unter Berücksichtigung der im Februar 2024 durchgeführten Kapitalerhöhung – einen Bestand von 148.561 T€ auf. Da die Gesellschaft in den Jahren 2025 bis 2030 nicht über einen hinreichenden steuerlichen ausschüttungsfähigen Gewinn verfügt, führen die angenommenen Ausschüttungen teilweise zu einer Rückgewährung historischer Einlagen der Gesellschafter aus dem steuerlichen Einlagekonto und sind insoweit steuerfrei. Dieser Aspekt wurde von der Bewertungsgutachterin zutreffend abgebildet und mindert insoweit den effektiven persönlichen Ertragsteuersatz auf den Wertbeitrag aus Ausschüttungen der Jahre 2025 bis 2030.
355. Wir halten die Vorgehensweise zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern insgesamt für sachgerecht.

c) Darstellung der Nettoausschüttungen

356. Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern wurden unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt:

EQS Group AG	Plan	Plan	Plan	Plan	Konv	Konv	Konv	Konv	TV
Nettoausschüttungen	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2031 ff.
	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€
Jahresergebnis	4.577	13.500	19.884	24.740	27.423	30.125	34.009	34.689	35.383
Thesaurierung	-4.577	-6.537	0	0	0	0	0	-1.397	-1.425
Entziehbarer Überschuss vor pers. Ertragsteuern	0	6.964	19.884	24.740	27.423	30.125	34.009	33.292	33.958
davon Wertbeitrag aus Thesaurierungen	0	0	0	0	0	0	0	15.948	16.267
- persönliche Ertragsteuer	0	0	0	0	0	0	0	-2.103	-2.145
davon Wertbeitrag aus Ausschüttungen	0	6.964	19.884	24.740	27.423	30.125	34.009	17.344	17.691
- persönliche Ertragsteuer	0	-918	-2.622	-4.912	-6.879	-7.589	-8.458	-4.575	-4.666
Nettoausschüttungen	0	6.045	17.262	19.828	20.544	22.535	25.551	26.614	27.147

Quelle: EQS Group AG; ValueTrust; IVA-Darstellung

Tabelle 11: Ableitung der Nettoausschüttungen des EQS Group AG-Konzerns

6. Kapitalisierungszinssatz

a) Vorbemerkung

357. Im Ertragswertfahren werden die künftigen finanziellen Überschüsse durch Diskontierung 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.
358. Ausgangsgröße für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist die Rendite einer 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.
359. Bei der Ermittlung von Basiszinssatz und Risikozuschlag sind steuerliche Einflüsse zu berücksichtigen. Bei der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern sind die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern zu mindern und der

Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern anzusetzen. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich demnach aus dem um die typisierte persönliche Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem Risikozuschlag nach persönlichen Ertragsteuern zusammen.

360. Zusätzlich ist die Möglichkeit des Wachstums der finanziellen Überschüsse nach dem Ende des Planungszeitraumes zu beurteilen und bewertungstechnisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.

b) Basiszinssatz

361. Die Ableitung des Basiszinssatzes beruht auf der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen. Hierbei bildet die Zinsstrukturkurve am Rentenmarkt den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten ab, wie er für Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko gelten würde. Die Verwendung aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteter fristadäquater Zerobondrenditen gewährleistet die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz.
362. Zur Ableitung der maßgeblichen Zinsstrukturkurve werden aus Objektivierungsgründen die von der Deutschen Bundesbank verwendete Svensson-Methode sowie veröffentlichte Zinsstrukturdaten auf Basis der Kurse börsennotierter Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von bis zu rd. 30 Jahren herangezogen. Bei den veröffentlichten Zinsstrukturdaten handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d. h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, ermittelt werden.
363. Die Bewertungsgutachterin hat die Parameter der Deutschen Bundesbank zugrunde gelegt und auf dieser Grundlage einen einheitlichen Basiszinssatz ermittelt und diesen in Übereinstimmung mit der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) empfohlenen Vorgehensweise gerundet. Der auf diese Weise ermittelte und in den Bewertungen zugrunde gelegte einheitliche Basiszinssatz beläuft sich nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin auf gerundet 2,50 % vor persönlichen Ertragsteuern. Der Basiszinssatz wurde sodann unter Berücksichtigung einer typisierten persönlichen Ertragsteuerbelastung (Abgeltungsteuer) von 26,38 % in eine Nachsteuergröße von 1,84 % umgerechnet.
364. Wir haben die Ableitung des Basiszinssatzes durch die Bewertungsgutachterin anhand eigener Berechnungen nachvollzogen und halten den von der Bewertungsgutachterin verwendeten risikolosen Basiszinssatz von **2,50 % vor persönlichen Ertragsteuern** bzw. **1,84 % nach persönlichen Ertragsteuern** unter Berücksichtigung der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) empfohlenen Vorgehensweise grundsätzlich für sachgerecht und angemessen.

c) Risikozuschlag

aa) Marktrisikoprämie

365. Die beiden Handlungsalternativen „Investition in das Unternehmen“ und „Investition in die Alternativanlage“ müssen hinsichtlich ihrer Risiken vergleichbar sein. Bei der Risikobeurteilung ist grundsätzlich die Risikoneigung des Investors zu beachten. Allerdings kann bei einer objektivierten Unternehmensbewertung die subjektive Risikoneigung eines bestimmten Investors nicht berücksichtigt werden. Daher wird die subjektive Risikoneigung üblicherweise durch das allgemeine Verhalten des Marktes ersetzt. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen sehen (Anlegerrisiko), ist ein Zuschlag zum Basiszins notwendig.
366. Zur Ermittlung des Risikozuschlages kann auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden. Das in Theorie und Praxis gebräuchlichste Modell ist das Capital-Asset-Pricing-Model (**CAPM**).
367. Zur Ermittlung der Risikoprämie wird zwischen dem unsystematischen Risiko, das nur das einzelne Unternehmen betrifft und daher grundsätzlich diversifizierbar ist, und dem systematischen Risiko unterschieden. Eine Risikoprämie wird nur für das systematische, nicht durch Diversifikation zu beseitigende Risiko bezahlt. Gemessen wird das systematische Risiko über den sog. Betafaktor. Der Betafaktor ist ein Maß für das Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Die Risikoprämie erhält man durch Multiplikation des **Betafaktors** des Unternehmens mit der **Marktrisikoprämie**. Ein Betafaktor größer 1 bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert; ein Betafaktor kleiner 1 bedeutet, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.
368. Ein Schätzwert für die erwartete **Marktrisikoprämie** lässt sich aus der historischen Differenz zwischen der Rendite risikobehafteter Wertpapiere, die bspw. aus einem Aktienindex errechnet werden kann, und der Rendite (quasi-)risikofreier Kapitalmarktanlagen bestimmen. Empirische Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit in Abhängigkeit von dem zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum, der statistischen Methode zur Mittelwertbildung sowie des für die Untersuchung herangezogenen Indexes (DAX, CDAX etc.) deutlich höhere Renditen erzielten als Anlagen in (quasi-)risikofreien Kapitalmarktanlagen.
369. Aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie unter Berücksichtigung der auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämien ist der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW im September 2012 zu der Einschätzung gekommen,

dass es sachgerecht ist, für die Marktrisikoprämie eine Bandbreite von 5,5 % bis 7,0 % vor persönlichen Ertragsteuern bzw. von 5,0 % bis 6,0 % nach persönlichen Ertragsteuern als Orientierung zugrunde zu legen.

370. Der FAUB hat in seiner Sitzung am 22. Oktober 2019 beschlossen, seine Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern auf 6,0 % bis 8,0 % und für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern auf 5,0 % bis 6,5 % anzuheben.
371. Im fachlichen Hinweis „Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen“ vom 20. März 2022 behandelt der FAUB die Auswirkungen des Ukraine-Kriegs auf Unternehmensbewertungen. Demnach orientiert sich der Kapitalisierungszinssatz auch in der gegenwärtigen Situation des Ukraine-Krieges an langfristigen Analysen von durchschnittlichen Markttrenditen, die nach Ansicht des FAUB in einer Größenordnung zwischen 7,0 % und 9,0 % (nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern) liegen. Der FAUB sieht die Marktrisikoprämie nach wie vor innerhalb einer Bandbreite zwischen 6,0 % und 8,0 % (nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern). In seiner 167. Sitzung vom 13. Juni 2023 hat der FAUB bestätigt, dass in der Gesamtschau kein Handlungsbedarf besteht, die Empfehlungen vom 22. Oktober 2019 anzupassen.
372. Im Zuge des gestiegenen Basiszinsniveaus deuten aktuelle Auswertungen ausgehend von den am deutschen Kapitalmarkt derzeit beobachtbaren impliziten Markttrenditen auf eine im Bereich von 5,75 % liegende implizite Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern hin.
373. Die Bewertungsgutachterin erachtet für die Marktrisikoprämie eine Bandbreite vor persönlichen Steuern von 7,0 % bis 7,5 % für angemessen. Dies korrespondiert mit einer Bandbreite der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75 % bis 6,0 %. Da in der Praxis der Unternehmensbewertung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen die Anwendung des Mittelwerts der empfohlenen IDW-Bandbreite verbreitet ist, wendet die Bewertungsgutachterin eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75 %.
374. Wir halten die von der Bewertungsgutachterin angesetzte **Marktrisikoprämie** nach persönlichen Ertragsteuern i.H.v. 5,75 % in der Gesamtbetrachtung derzeit für angemessen.

bb) Betafaktor

375. Die für ein Marktportfolio geschätzte Risikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Dieses unternehmensspezifische Risiko wird nach dem CAPM bzw. dem Tax-CAPM im sog. Betafaktor ausgedrückt. Die Höhe des Betafaktors spiegelt das Ausmaß des systematischen, nicht durch

Kapitalmarkttransaktionen diversifizierbaren Risikos einer Aktie wider. 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 Markttrenditeschwankung. Ein Betafaktor größer eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Betafaktor kleiner eins, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.

376. Die Ermittlung des Betafaktors erfolgt für börsennotierte Unternehmen mittels Regressionsanalysen aus Kapitalmarktdaten. Ist das zu bewertende Unternehmen hingegen nicht börsennotiert bzw. die Kapitalmarktdaten nicht aussagekräftig, kann der Betafaktor indirekt aus einer Gruppe von vergleichbaren, börsennotierten Unternehmen (sog. Peer Group) abgeleitet werden.
377. Bei der Bewertung des EQS Group AG-Konzerns wurde von ValueTrust auf der Basis einer Peer Group-Analyse ein unverschuldeter Betafaktor von 0,9 zugrunde gelegt. Hierzu haben wir die folgenden Feststellungen getroffen:

Eigener Betafaktor des EQS Group AG-Konzerns

378. Die Aktien der EQS Group AG wurden unter der ISIN DE0005494165 unter anderem im Freiverkehr an den Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main (Segmente „Scale“ und „Basic Board“), München (Segment „m:access“ und allgemeiner Freiverkehr), Stuttgart und der Tradegate Exchange gehandelt. Eine Ermittlung eines originären Betafaktors aus den Kapitalmarktdaten der EQS-Aktie ist demnach grundsätzlich möglich. Mit Vollzug der Übernahme der EQS Group durch die Pineapple Bidco wurde jedoch ein Delisting der Aktien des Unternehmens beantragt.
379. Konkret wurde die Entscheidung zur Abgabe des Übernahmeangebots am 16. November 2023 bekanntgegeben und die zugehörigen Angebotsunterlagen am 4. Dezember 2023 veröffentlicht. Das Übernahmeangebot gegen eine Barleistung von 40,00 € je Aktie konnte von Aktionären der EQS Group AG bis zum 12. Januar 2024 um 24:00 Uhr (MEZ) angenommen werden. Bis zum Fristende wurden das Angebot für 7.473.441 EQS-Aktien angenommen, was einem Anteil von ca. 74,55 % des zum Ablauf der Annahmefrist bestehenden Grundkapitals der EQS Group AG entsprach. Zum 2. Februar 2024 wurde das Übernahmeangebot vollzogen. In Folge der Übernahme hat die EQS Group mit Schreiben vom 5. Februar 2024 sodann die Einbeziehung ihrer Aktien in die Freiverkehrssegmente Scale und Basic Board der Frankfurter Wertpapierbörse gekündigt sowie die Einstellung der Notiz der Aktien an der Börse München im Segment m:access und im allgemeinen Freiverkehr beantragt. Mit Ablauf des 6. Mai 2024 wurde die Einbeziehung der EQS-Aktien in den

Freiverkehr an den Börsen in Frankfurt und München beendet. Seither findet dort kein Handel mit den Aktien der Gesellschaft statt.

380. Ein aussagekräftiger Betafaktor kann zum Bewertungsstichtag aufgrund der Ankündigung des Übertragungsverlangens und Delistings somit nicht ermittelt werden. Es ist jedoch denkbar, mit Hilfe geeigneter ökonomischer Verfahren die historischen **Betafaktoren** der EQS Group AG-Aktie vor dem Zeitpunkt der Bekanntgabe des Übertragungsverlangens abzuleiten.
381. Die Bewertungsgutachterin hat eine Analyse der Liquidität im Handel mit Aktien der EQS Group AG sowie des eigenen Betafaktors für Beobachtungszeiträume von zwei Jahren mit wöchentlichen Renditen und von fünf Jahren mit monatlichen Renditen durchgeführt. Der ermittelte Betafaktor wurde anhand des Bestimmtheitsmaßes und des t-Tests auf seine statistische Güte geprüft. Für den zweijährigen Beobachtungszeitraum konnte die Bewertungsgutachterin keinen statistisch validen eigenen Betafaktor ableiten. Die Bewertungsgutachterin führt an, dass eine Beeinflussung des eigenen Betafaktors durch das Übernahmeangebot insbesondere in diesem Beobachtungshorizont nicht auszuschließen ist. Für den fünfjährigen Analysezeitraum leitet ValueTrust einen eigenen Betafaktor der EQS Group i.H.v. rd. 0,90 ab. Für diesen Betafaktor stellt die Bewertungsgutachterin keine statistischen Mängel fest. Jedoch wird die Aktienliquidität in diesem Beobachtungszeitraum als kritisch beurteilt, da unter anderem Bid-Ask-Spreads oberhalb des kritischen Grenzwerts von 1,25 % ermittelt werden. Aufgrund dieser Feststellungen hat die Bewertungsgutachterin zur Beurteilung des Betafaktors der EQS Group AG zusätzlich eine Analyse der Betafaktoren einer Peer Group vorgenommen.
382. Im Rahmen eigener Analysen zur Beurteilung der Eignung des unternehmenseigenen Betafaktors als belastbarer Schätzer des Unternehmensrisikos der EQS Group AG haben wir zunächst die Liquidität im Handel mit Aktien der EQS Group AG für den zweijährigen, dreijährigen sowie fünfjährigen Zeitraum untersucht. Diesem Vorgehen liegt der Gedanke zugrunde, dass die Regression von Betafaktoren nur dann zu belastbaren Ergebnissen führt, wenn sich die zugrunde liegenden Aktienkurse sachlich und zeitlich unverzerrt an die Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen, also reagibel sind auf neue, kursrelevante Informationen.²⁶ Reagibilität wird in diesem Zusammenhang bei Vorhandensein ausreichender Liquidität vermutet. Die Verwendung ausschließlich nicht verzerrter Marktdaten und damit liquider Aktien kommt der Modellwelt des CAPM, welches auf der Annahme eines vollkommenen und informationseffizienten Kapitalmarktes beruht, sehr nahe.

²⁶ Vgl. Schulte/Franken, Beurteilung der Eignung von Betafaktoren mittels R² und T-Test: Ein Irrweg?, in: Die Wirtschaftsprüfung, Heft 22, 2010, S. 1115.

383. Wir haben die relativen Bid-Ask-Spreads für unterschiedliche Zeiträume analysiert. Nachfolgend werden die relativen Bid-Ask-Spreads an der liquidesten Handelsplattform XETRA zum 15. November 2023, dem Tag vor Bekanntgabe des öffentlichen Übernahmeangebots und dem Abschluss einer Investorenvereinbarung zwischen der EQS Group AG und Thomas Bravo sowie zum 29. Februar 2024, dem Tag vor Bekanntgabe des Übertragungsverlangens, dargestellt.
384. Der durchschnittliche relative Bid-Ask-Spread der Aktie der EQS Group AG liegt zwischen 1,24 % und 1,50 % und deutet darauf hin, dass in einem längerfristigen Betrachtungszeitraum von 2, 3 und 5 Jahren von einer vergleichsweise geringen Liquidität im Aktienhandel der EQS Group AG ausgegangen werden kann.
385. Auf Basis unserer Analysen zum eigenen Betafaktor der EQS kommen wir zu dem Ergebnis, dass dieser nicht allein zur Ableitung der Kapitalkosten geeignet ist. Dies liegt einerseits an den nicht uneingeschränkt belastbaren Liquiditätsmaßen und andererseits an der Geschäftstätigkeit und den Wachstumserwartungen, die sich im Analysezeitraum deutlich verändert hat. Deshalb erachten wir es, ebenfalls wie die Bewertungsgutachterin, für sachgerecht, zur Ableitung der Kapitalkosten zusätzlich eine Peer Group heranzuziehen.

Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group

386. Im Rahmen einer Peer Group-Analyse hat ValueTrust elf börsennotierte Unternehmen identifiziert. Der Auswahl dieser Peer Group-Unternehmen lag die Analyse der operativen Geschäftstätigkeit sowie die Wettbewerbssituation der EQS Group AG zugrunde. Die Ableitung des Peer Group-Betafaktors erfolgt durch eine gleichgewichtete Mittelwertbildung der für die Vergleichsunternehmen ermittelten Betafaktoren.
387. Zur Ermittlung des Betafaktors hat die Bewertungsgutachterin verschuldete Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen für einen Zweijahreszeitraum auf Basis wöchentlicher Renditen sowie für einen Fünfjahreszeitraum auf Basis monatlicher Renditen analysiert. Als Referenzindex wurde dabei auf einen breiten Marktindex des jeweiligen Herkunftslandes der einzelnen Peer Group-Unternehmen abgestellt. Unter Berücksichtigung individueller Verschuldungsgrade der jeweiligen Unternehmen wurden die ermittelten verschuldeten Betafaktoren in unverschuldete Betafaktoren übergeleitet („unlevern“). Diese Berechnung erfolgte unter Annahme unsicherer Tax Shields sowie risikobehafteten Fremdkapitals (Debt Beta). ValueTrust leitet auf Basis dessen zum 7. Juni 2024 im Mittelwert (Median) einen unverschuldeten Betafaktor für einen Zweijahreszeitraum auf Basis wöchentlicher Renditen von 1,11 (1,04) ab. Für einen Fünfjahreszeitraum auf Basis monatlicher Renditen liegt der unverschuldete Betafaktor im Mittelwert (Median) bei 0,90 (0,92). Im Ergebnis hält ValueTrust unter Einbezug des originären Betafaktors, der durchschnittlichen Betafaktoren der Peer

Group-Unternehmen und des Ambitionsgrads der Planungsrechnung einen unverschuldeten Betafaktor von rd. 0,90 als Schätzer für das operative Risiko der EQS Group AG für angemessen. Wir haben die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin bei der Auswahl der Unternehmen der Peer Group systematisch und hinsichtlich ihrer konkreten Durchführung nachvollzogen. Gegen diese Ableitung der Vergleichsunternehmen bestehen unsererseits keine Einwendungen.

388. Zur Prüfung der Angemessenheit des von der Bewertungsgutachterin ermittelten, unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,90 haben wir ergänzend und unabhängig vom Vorgehen der Bewertungsgutachterin eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors durchgeführt.
389. Zu diesem Zweck haben wir eine eigene Peer Group-Analyse durchgeführt sowie die entsprechenden Betafaktoren ermittelt. Bezüglich der Auswahl der Vergleichsunternehmen bietet sich grundsätzlich ein Vergleich mit Unternehmen der gleichen Branche oder der gleichen Produkt- und Marktstruktur an. Eine absolute Deckungsgleichheit der Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Einzahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens einem weitgehend übereinstimmenden operativen Risiko unterliegen. Im Rahmen eines detaillierten Selektionsprozesses haben wir börsennotierte Unternehmen identifiziert, die über ein vergleichbares Produkt- und Dienstleistungsangebot wie die EQS Group AG verfügen, hinsichtlich des Absatzmarktes und ihres Risiko-Ertragsprofil vergleichbar sind.
390. Ausgangspunkt der eigenständigen Peer Group-Auswahl bildet eine Grundgesamtheit börsennotierten Unternehmen auf Basis der Datenbank des Informationsdienstleisters S&P Capital IQ, Standard & Poor's Financial Services LLC, USA („S&P Capital IQ“). Diese Grundgesamtheit wurde hinsichtlich der Vergleichbarkeit mit der EQS Group anhand folgender Kriterien gefiltert:

Kriterium	Ausprägung
Industrie-Klassifizierung	Commercial and Professional Services (Primary), Software and Services (Primary), Internet Services and Infrastructure; Customer Relationship Management (CRM) Software; Document Management Software; EDI; Enterprise Data Management; Enterprise Information Portals; Enterprise Middleware; Information Management Software; Knowledge Management Software; Internet Software
Heimatmarkt	Europa und Nordamerika
Geografische Ausrichtung	Europa und Nordamerika
Unternehmensbeschreibung	Enthält „Compliance“ oder „Investor Relations“
Kapitalereignisse	Keine wesentlichen Kapitalereignisse (z.B. IPO, Veräußerung wesentlicher Geschäftsteile) innerhalb der letzten drei Jahre

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 12: Kriterien zur Peer Group-Auswahl der EQS Group AG

391. Auf Basis der in der Tabelle 12 genannten Kriterien sowie unter Berücksichtigung von Liquiditätskennzahlen und wesentliche Kapitalereignisse innerhalb der letzten zwei Jahre wurden im Vergleich zur Peer Group der Bewertungsgutachterin zwei Peer Group-Unternehmen ausgeschlossen und ein weiteres hinzugezogen. Als Liquiditätskriterien wurden insbesondere der Bid-Ask-Spread, der Handelsumsatz und die Handelsquote sowie der Prozentsatz der sich im Streubesitz befindlichen Aktien analysiert.
392. Die Betafaktoren haben wir über einen Zeitraum von zwei und drei Jahren auf der Basis wöchentlicher Renditen sowie über einen fünfjährigen Zeitraum auf Basis monatlicher Renditen ermittelt. Als Index wurde jeweils ein marktbreiter lokaler Index herangezogen.
393. Der Betafaktor wird durch die Unternehmensverschuldung beeinflusst (Finanzierungsrisiko). Der empirisch beobachtete Betafaktor der Vergleichsunternehmen muss daher zunächst um das Finanzierungsrisiko der jeweiligen Unternehmen bereinigt werden. Der unverschuldete Betafaktor kann anschließend auf das Bewertungsobjekt übertragen werden. Dabei ist der unverschuldete Betafaktor an die Kapitalstruktur des Bewertungsobjektes anzupassen.
394. Bei der Ableitung der nachfolgend dargestellten unverschuldeten Betafaktoren haben wir unsichere Steuervorteile unterstellt und Debt Betas einbezogen. Die folgende Tabelle zeigt unsere Analyseergebnisse für den zweijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 31. Mai 2024.

Unternehmen	Index	Sitzland	Intervall	Datenpunkte	Beta (verschuldet)	Verschuldungsgrad	Beta (unverschuldet)
All For One Group SE	CDAX	Deutschland	w	104	0,49	52,6%	0,37
Broadridge Financial Solutions Inc	RAY	USA	w	104	1,06	20,2%	0,88
Computershare Ltd	AS30	Australien	w	104	0,28	26,1%	0,22
Donnelley Financial Solution Inc	RAY	USA	w	104	1,24	16,9%	1,06
Fabasoft AG	WBI	Österreich	w	104	0,95	0,8%	0,95
Nasdaq Inc	RAY	USA	w	104	0,90	27,8%	0,70
Qualys Inc	RAY	USA	w	104	1,28	0,7%	1,28
Servicenow Inc	RAY	USA	w	104	1,69	2,2%	1,65
SS&C Technologies Holdings Inc	RAY	USA	w	104	1,15	47,7%	0,78
Workiva Inc	RAY	USA	w	104	1,30	11,9%	1,16
Min					0,28	0,7%	0,22
Mittelwert					1,03	20,7%	0,91
Median					1,11	18,6%	0,92
Max					1,69	52,6%	1,65

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 13: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Zweijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

395. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den dreijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 31. Mai 2024.

Unternehmen	Index	Sitzland	Intervall	Datenpunkte	Beta (verschuldet)	Verschuldungsgrad	Beta (unverschuldet)
All For One Group SE	CDAX	Deutschland	w	156	0,50	44,5%	0,39
Broadridge Financial Solutions Inc	RAY	USA	w	156	0,97	20,8%	0,80
Computershare Ltd	AS30	Australien	w	156	0,50	26,5%	0,39
Donnelley Financial Solution Inc	RAY	USA	w	156	1,35	18,1%	1,15
Fabasoft AG	WBI	Österreich	w	156	0,91	0,6%	0,90
Nasdaq Inc	RAY	USA	w	156	0,95	25,6%	0,76
Qualys Inc	RAY	USA	w	156	1,24	0,8%	1,23
Servicenow Inc	RAY	USA	w	156	1,65	2,1%	1,61
SS&C Technologies Holdings Inc	RAY	USA	w	156	1,04	42,9%	0,73
Workiva Inc	RAY	USA	w	156	1,44	9,8%	1,31
Min					0,50	0,6%	0,39
Mittelwert					1,05	19,2%	0,93
Median					1,00	19,5%	0,85
Max					1,65	44,5%	1,61

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 14: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Dreijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

396. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den fünfjährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis monatlicher Renditen zum 31. Mai 2024.

Unternehmen	Index	Sitzland	Intervall	Datenpunkte	Beta (verschuldet)	Verschuldungsgrad	Beta (unverschuldet)
All For One Group SE	CDAX	Deutschland	m	60	1,11	37,2%	0,85
Broadridge Financial Solutions Inc	RAY	USA	m	60	1,01	17,5%	0,86
Computershare Ltd	AS30	Australien	m	60	1,12	31,1%	0,86
Donnelley Financial Solution Inc	RAY	USA	m	60	1,43	50,5%	0,95
Fabasoft AG	WBI	Österreich	m	60	0,68	0,5%	0,68
Nasdaq Inc	RAY	USA	m	60	0,91	26,1%	0,72
Qualys Inc	RAY	USA	m	60	0,46	1,1%	0,46
Servicenow Inc	RAY	USA	m	60	0,95	2,3%	0,93
SS&C Technologies Holdings Inc	RAY	USA	m	60	1,33	45,5%	0,91
Workiva Inc	RAY	USA	m	60	1,10	11,5%	0,99
Min					0,46	0,5%	0,46
Mittelwert					1,01	22,3%	0,82
Median					1,05	21,8%	0,86
Max					1,43	50,5%	0,99

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 15: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Fünfjahres-Zeitraum bei monatlichem Renditeintervall

397. Anhand der betrachteten Analysezeiträume ergeben sich für die Peer Group-Unternehmen unverschuldete Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,22 bis 1,65. Die Bandbreite, die sich aus dem Peer Group-Median bzw. dem Peer Group-Mittelwert ergibt, beläuft sich auf 0,82 bis 0,96. Im Durchschnitt der Peer Group-Mediane und Peer Group-Mittelwerte ergibt sich ein unverschuldeter Betafaktor von rd. 0,90.

398. Der von uns auf Basis unserer Peer Group ermittelte unverschuldete Betafaktor liegt mit rd. 0,9 am unteren Rand der von ValueTrust abgeleiteten Bandbreite des unverschuldeten Betafaktors von 0,9 bis 1,1. Dies kann u.a. auf unterschiedliche Analysezeiträume, eine abweichende Zusammensetzung der Peer Group sowie den Ansatz verschiedener Indizes zurückzuführen sein. Da es hierbei kein einheitliches Vorgehen gibt, können beide Vorgehensweisen als sachgerecht beurteilt werden.

399. Zusammenfassend halten wir fest, dass der originäre Betafaktor der EQS Group AG als Schätzwert für das zukünftige Risiko der Gesellschaft jedoch nur eingeschränkt aussagefähig ist, da die Planungsrechnung des Unternehmens in den nächsten Jahren eine wesentliche Umsatzverschiebung zugunsten des Compliance Segments vorsieht, sodass zu hinterfragen ist, inwieweit ein historischer Betafaktor diese geänderte Risikosituation adäquat abbilden kann. Zudem weisen die Bid-Ask-Spreads des originären Betafaktors in einer Bandbreite von 1,24 % bis 1,50 % auf eine eher eingeschränkte Liquidität hin. Vor diesem Hintergrund haben

wir zur EQS Group vergleichbare Unternehmen identifiziert und die Betafaktoren dieser Peer Group analysiert. Auf Basis dessen ergibt sich ein unverschuldeter Betafaktor von rd. 0,90.

400. Im Rahmen einer Gesamtbetrachtung unserer Analysen halten wir den von der Bewertungsgutachterin für das operative Risiko angesetzten unverschuldeten Betafaktor von 0,90 im Rahmen einer vertretbaren Bandbreite für angemessen.

d) Wachstumsabschlag

401. Die der Bewertung zugrunde liegenden Planansätze in der Detailplanungsphase (2024 bis 2027) sowie der Grobplanungsphase (2028 bis 2031) berücksichtigen das erzielbare Wachstum der Erträge und Aufwendungen. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum war insoweit nicht erforderlich. Auch in den Jahren ab 2032 (ewige Rente) werden sich die Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie die Bestände und somit auch die aus den Planungen ableitbaren Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum der Gesellschaft lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden. Hierzu gibt es grundsätzlich zwei Wachstumskomponenten, die im Rahmen der Unternehmensbewertung im Jahr der ewigen Rente Berücksichtigung finden.
402. So kann das Wachstum der finanziellen Überschüsse eines Unternehmens auf ein rein nominales, durch Preisveränderungen bedingtes Wachstum (inflationsbedingtes Wachstum) oder auf realwirtschaftliche Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren (operatives bzw. thesaurierungsbedingtes Wachstum durch Kapazitätsoptimierungen oder -erweiterungen) zurückzuführen sein.
403. Das inflationsbedingte Wachstum lässt sich darauf zurückführen, dass aufgrund der makroökonomischen Teuerungsrate Vermögensgegenstände von Jahr zu Jahr teurer werden. Sofern diese Preissteigerungen an den Endkunden weitergereicht werden können, resultiert für den Anteilseigner ein stetig wachsender Ergebnis- und Dividendenstrom. Gleichzeitig erfordert das inflationsbedingte Wachstum aber auch eine entsprechende Thesaurierung zur Aufrechterhaltung der ökonomischen (realen) Substanz (inflationsbedingte oder wachstumsbedingte Thesaurierung).
404. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit durch zusätzliche Thesaurierungen, die über den inflationsbedingten Kapitalbedarf hinausgehen, Kapital im Unternehmen zu binden und daraus zusätzliches operatives Wachstum durch Kapazitätserweiterungen zu generieren (operatives bzw. thesaurierungsbedingtes Wachstum). Den Empfehlungen des IDW S 1 folgend, wird für die Wiederanlage der in diesem Zusammenhang thesaurierten Mittel im Jahr der ewigen Rente eine kapitalwertneutrale Anlage zum Kapitalisierungszins unterstellt (vgl. IDW S 1, Tz. 47).

405. Diese beiden Wachstumskomponenten können im Rahmen der Ertragswertermittlung unterschiedlich abgebildet werden. Im Rahmen der vorliegend angewendeten sog. Praktikermethode werden das inflationäre Wachstum typischerweise im Nenner (finanzmathematisch als Wachstumsabschlag von den Kapitalkosten) und das operative bzw. thesaurierungsbedingte Wachstum typischerweise im Zähler des Barwertkalküls berücksichtigt.
406. Zu untersuchen ist folglich, ob die EQS Group AG inflationsbedingte Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten über höhere Absatzpreise zumindest teilweise weitergeben kann.
407. Die Analyse zur prognostizierten langfristigen Entwicklung der Verbraucherpreise (Inflationsrate) kann als erster Anhaltspunkt zur Plausibilisierung des Wachstumsabschlags herangezogen werden. Der IWF prognostiziert auf globaler Ebene für das Jahr 2029 eine Inflationsrate auf einem Niveau von 3,4 %. Für entwickelte Volkswirtschaften liegt die Prognose zum selben Jahr deutlich niedriger bei 2,0 %. In den Ländern der Europäischen Union soll die Inflationsrate zum Jahr 2029 ebenfalls auf 2,0 % sinken. Allerdings kann aus der Entwicklung der durchschnittlichen Verbraucherpreise nicht unmittelbar auf das inflationsbedingte Wachstum der EQS Group AG geschlossen werden. So berücksichtigen die Verbraucherpreise nicht nur Produkte und Dienstleistungen, die für die EQS Group AG relevant sind.
408. In der Vergangenheit wurden Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten – insbesondere für Personal – tendenziell durch Effizienzsteigerungsmaßnahmen aufgefangen. Die EQS Group AG ist in einem Markt tätig, der durch eine relativ hohe Wettbewerbsintensität geprägt wird. Da die Verträge der Gesellschaft i.d.R. jährlich verlängert bzw. erneuert werden, ist eine Überwälzung des Inflationsniveaus grundsätzlich möglich. Insgesamt gehen wir insofern davon aus, dass inflationsbedingte Preissteigerungen über höhere Absatzpreise von der EQS Group AG an ihre Kunden weitergegeben werden können, die Überwälzbarkeit jedoch aufgrund der hohen Wettbewerbsintensität nicht uneingeschränkt möglich ist. Vor diesem Hintergrund erachten wir insgesamt für die inflationsbedingte Wachstumsrate eine Bandbreite von 1,5 % bis 2,0 % als vertretbar. Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte Wachstumsabschlag i.H.v. 2,0 % vor persönlichen Steuern bzw. 1,74 % bei Nachsteuerbetrachtung liegt insofern am oberen Ende einer von uns als vertretbar erachteten Bandbreite. Eine geringere nachhaltige Wachstumsrate würde c.p. zu einem geringeren Unternehmenswert führen.

e) Darstellung der Kapitalisierungszinssätze

409. Zusammengefasst stellen sich die durch die Bewertungsgutachterin angesetzten Kapitalisierungszinssätze im Detail- und Grobplanungszeitraum und im Zeitraum der ewigen Rente wie folgt dar:

EQS Group AG	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Eigenkapitalkosten	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032 ff.
Basiszinssatz vor pers. Ertragsteuern	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Abgeltungsteuer	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Basiszins nach pers. Ertragsteuern	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Marktrisikoprämie nach pers. Ertragsteuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Beta (unverschuldet)	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Verschuldungsgrad	0,84%	1,74%	1,28%	0,89%	0,53%	0,97%	0,95%	0,95%	0,95%
Beta (verschuldet)	0,91	0,91	0,91	0,91	0,90	0,91	0,91	0,91	0,91
Risikozuschlag nach pers. Ertragsteuern	5,22%	5,26%	5,24%	5,22%	5,20%	5,22%	5,22%	5,22%	5,22%
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern	7,06%	7,10%	7,08%	7,06%	7,04%	7,06%	7,06%	7,06%	7,06%
Nachhaltiger Wachstumsabschlag (nach pers. Ertragsteuern)									-1,74%
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern	7,06%	7,10%	7,08%	7,06%	7,04%	7,06%	7,06%	7,06%	5,33%

Quelle: ValueTrust; IVA-Analysen

Tabelle 16: Ermittlung der Eigenkapitalkosten für die EQS Group AG im Detailplanungszeitraum, der Konvergenzphase und der ewigen Rente

410. Im Ergebnis halten wir die von der Bewertungsgutachterin dargestellte Methode zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für sachgerecht und die zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze für angemessen. Die zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze liegen innerhalb einer von uns als plausibel erachteten Bandbreite. Nach unserer Einschätzung wären auch ein geringerer unverschuldeter Betafaktor und eine geringere nachhaltige Wachstumsrate vertretbar.

7. Ertragswert des operativen Geschäfts

411. Der Ertragswert des operativen Geschäfts des EQS Group AG ergibt sich aus der Summe der Barwerte der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen. Die Nettoeinnahmen umfassen die Wertbeiträge aus Ausschüttungen (Dividenden) sowie die Wertbeiträge aus Thesaurierungen, die den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechnet werden, abzüglich der korrespondierenden persönlichen Ertragsteuern. Für die Ermittlung der Barwerte der Nettoeinnahmen sind die prognostizierten Nettoeinnahmen der Geschäftsjahre 2024 bis 2027 (Detailplanungsphase) sowie der Geschäftsjahre 2028 bis 2031 (Grobplanungsphase) einzeln mit den zuvor dargestellten Kapitalisierungszinssätzen (Eigenkapitalkosten) auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Für die durchschnittlichen Nettoeinnahmen ab dem Geschäftsjahr 2032 ergibt sich der Barwert nach der Formel der ewigen Rente. Der Barwert der ewigen Rente ist ebenfalls auf den Bewertungsstichtag zurückzubeziehen.
412. Die Kapitalisierung erfolgt technisch in einem ersten Schritt zum 31. Dezember 2023. Im zweiten Schritt erfolgt die Aufzinsung zum 30. Juli 2024 mit dem Kapitalisierungszinssatz des ersten Planjahres. Danach errechnet sich der Ertragswert des operativen Geschäfts wie folgt:

EQS Group AG	Plan	Plan	Plan	Plan	Konv	Konv	Konv	Konv	TV
Ertragswert	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2027
	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€
Nettoausschüttungen	0	6.045	17.262	19.828	20.544	22.535	25.551	26.614	27.147
Kapitalisierungszinssatz	7,06%	7,10%	7,08%	7,06%	7,04%	7,06%	7,06%	7,06%	5,33%
Periode	1	2	3	4	5	6	7	8	
Barwertfaktor	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	10,9
Barwerte zum 31.12.2023	0	5.273	14.060	15.085	14.602	14.960	15.844	15.414	295.233
∑ Barwerte - 31.12.2023	390.471								
Aufzinsungsfaktor	1,040								
Ertragswert – 30.07.2024	406.246								

Quelle: EQS Group AG; ValueTrust; IVA-Darstellung

Tabelle 17: Ableitung des Ertragswerts des EQS Group AG-Konzerns

413. Der **Ertragswert** des operativen Geschäfts des EQS Group AG-Konzerns beträgt zum 30. Juli 2024 somit insgesamt rd. **406.246 T€**.
414. Wir haben die Ermittlung des Ertragswertes anhand eigener Berechnungen nachvollzogen und rechnerisch und sachlich überprüft. Es ergaben sich keine Beanstandungen. Die von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehensweise zur Ermittlung des Ertragswerts erachten wir insgesamt für plausibel und sachgerecht.

8. Wert der gesondert bewerteten Vermögenswerte

415. Neben dem Ertragswert des operativen Geschäfts werden im Rahmen der Ableitung des Unternehmenswertes üblicherweise Sonderwerte sowie nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt. Als nicht betriebsnotwendiges Vermögen werden solche Vermögenswerte definiert, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionales Abgrenzungskriterium). Soweit sich deren Werte nicht in der Planungsrechnung der Gesellschaft und damit im Ertragswert widerspiegeln, sind die entsprechenden Vermögensbestandteile und die dazugehörigen Schulden sowie ggf. anfallende Ertragsteuern unter Berücksichtigung der bestmöglichen Verwertung gesondert zu bewerten und in den Unternehmenswert einzubeziehen.
416. Die Bewertungsgutachterin hat die folgenden Sachverhalte als Sonderwerte in der Bewertung abgebildet. Auskunftsgemäß verfügt die Gesellschaft darüber hinausgehend über kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen.

EQS Group AG	
Sonderwerte	T€
Wertbeitrag aus steuerlichen Verlustvorträgen	1.985
Wertbeitrag aus liquidierten Gesellschaften	172
Minderheiten	-8
Wertbeitrag aus potenzieller M&A-Transaktion	3.682
Sonderwert zum 31.12.2023	5.831
Aufzinsungsfaktor	1,040
Sonderwert zum 30.07.2024	6.067

Quelle: ValueTrust; IVA-Analysen

Tabelle 18: Sonderwerte der EQS Group AG zum 30. Juli 2024

417. Die Sonderwerte resultieren aus folgenden Sachverhalten:
- In der vereinfachten Steuerplanung der Gesellschaft wurden in Deutschland existierende Verlustvorträge berücksichtigt. Darüber hinaus bestehen in weiteren Regionen (USA, Frankreich, Großbritannien, Spanien, Asien und Italien) in geringem Umfang steuerliche Verlustvorträge. Der Wertbeitrag aus steuerlichen Verlustvorträgen beträgt 1.985 T€.
 - Aus der Liquidation der Gesellschaften EQS GROUP d.o.o. in Serbien und EQS Financial Markets & Media GmbH in Deutschland sowie der Einstellung des operativen Betriebs und der Veräußerung der EquityStory RS, LLC in Russland ergibt sich ein Wertbeitrag i.H.v. 172 T€.

- Zudem wurden nicht-beherrschende Anteile des zurechenbaren Konzernergebnisses identifiziert, die im Rahmen der Bewertung als Minderheiten berücksichtigt wurden.
- Zum Zeitpunkt der Finalisierung unseres Prüfungsberichts befindet sich die EQS in fortgeschrittenen Verhandlungen über den möglichen Erwerb eines Unternehmens. Der Vorstand der EQS erwartet, dass das Signing der Transaktion sehr zeitnah erfolgen könnte. Die Bewertungsgutachterin hat daher die Transaktion, einschließlich ihres Nettobarwerts aus der erwarteten Kaufpreiszahlung und den erwarteten Wertsteigerungen, bereits als Sonderwert in Höhe von 3.682 T€ berücksichtigt.

418. Wir haben das Vorgehen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und erachten es als sachgerecht. Im Rahmen unserer Analysen sowie der uns von der Gesellschaft erteilten Auskünfte haben sich keine Anzeichen für weitere Sachverhalte ergeben, die als Sonderwert oder wesentliches nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen wären.

9. Unternehmenswert und Wert je Aktie

419. Der Unternehmenswert der EQS Group AG zum Bewertungsstichtag setzt sich aus dem Ertragswert des operativen Geschäfts und den Sonderwerten bzw. dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens wie folgt zusammen.

EQS Group AG	
Unternehmenswert	T€
Ertragswert des operativen Geschäfts	406.246
Sonderwerte	6.067
Unternehmenswert zum 30. Juli 2024	412.312

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 19: Unternehmenswert der EQS Group AG zum 30. Juli 2024

420. Der Unternehmenswert der EQS Group AG beträgt zum 30. Juli 2024 rd. **412.312 T€**.

421. Bezogen auf 11.026.633 ausstehende Aktien ergibt sich der Wert je Aktie der EQS Group AG wie folgt.

EQS Group AG	
Wert je Aktie	T€
Unternehmenswert zum 30. Juli 2024	412.312
Anzahl der ausstehenden Aktien	11.026.633
Wert je Aktie (in €)	37,39

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 20: Wert je Aktie der EQS Group AG zum 30. Juli 2024

422. Der Unternehmenswert je Aktie der EQS Group AG beträgt zum 30. Juli 2024 **37,39 €**.

V. Vergleichende Marktbewertung

423. In der Bewertungspraxis ist es üblich, den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert mit Hilfe des sog. Multiplikatorverfahrens zu plausibilisieren. Grundsätzlich handelt es sich auch bei diesem Verfahren um ein kapitalmarktorientiertes Bewertungskonzept, das ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung folgt. Der Unternehmenswert wird indes stark vereinfacht anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt.
424. Dem Multiplikatorverfahren liegt der Gedanke zugrunde, eine bei Vergleichsunternehmen beobachtbare Bewertungsrelation auf das zu bewertende Unternehmen zu übertragen. Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann daher regelmäßig nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte.
425. Es können generell folgende Multiplikatoren herangezogen werden:
- Kurs-Gewinn-Verhältnis („KGV“),
 - Enterprise Value („EV“)/EBIT-Multiplikator (neutralisiert grundsätzlich die Kapitalstruktur),
 - EV/EBITDA-Multiplikator (neutralisiert grundsätzlich die Kapitalstruktur und gleicht unterschiedliche Investitionsphasen aus),
 - EV/Umsatzerlöse-Multiplikator (in der Regel nur aussagefähig bei vergleichbarer Ertragskraft oder zumindest der Aussicht auf eine solche).
426. Die Multiplikatoren können aus den Kapitalmarktdaten vergleichbarer börsennotierter Unternehmen oder auf Basis von Transaktionspreisen abgeleitet werden.
427. Während bei der Ertragswertmethode die in der Zukunft erwarteten Zahlungsströme explizit in die Berechnung des Unternehmenswertes eingehen, basieren die Multiplikatoren in der Regel jeweils auf einer prognostizierten Umsatz- oder Ertragsgröße eines in der nahen Zukunft liegenden Geschäftsjahres. Die längerfristigen Ertragserwartungen, der charakteristische Ertragsverlauf und das Risiko finden ihren Niederschlag im Multiplikator. Kritische Faktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die prognostizierten Erfolgsfaktoren und die Auswahl der Vergleichsunternehmen zur Ermittlung der Multiplikatoren.

428. Die Bewertungsgutachterin hat eine Plausibilisierung anhand von Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren. ValueTrust kommt in ihrer Analyse zum Ergebnis, dass der Dreimonatsdurchschnittskurs der Aktie der EQS Group AG vor Ankündigung des Squeeze Out tendenziell am oberen Ende der Multiplikator-Bandbreite liegt.
429. Wir haben die Ergebnisse der vergleichenden Marktbewertung von ValueTrust nachvollzogen und eigene Berechnungen auf Grundlage der von uns im Abschnitt D.I.3.b) und D.IV.6.c) dargestellten Peer Group durchgeführt.
430. Zur Plausibilitätsbeurteilung haben wir im vorliegenden Fall auf EV/Umsatz-, EV/EBITDA- und den EV/EBIT-Multiplikator abgestellt. Als Basis für die Ableitung der Multiplikatoren haben wir auf die durchschnittlichen Schätzungen (Consensus Estimates) des Umsatzes, des EBITDA und des EBIT des Finanzdienstleisters S&P Capital IQ für den Zeitraum von 2024 bis 2026 zurückgegriffen, soweit diese für das jeweilige Vergleichsunternehmen und für das betrachtete Schätzjahr verfügbar waren. Bei den sog. Consensus Estimates handelt es sich um den Durchschnitt von Analystenschätzungen.
431. Die folgende Tabelle stellt die Bandbreite der EV/Umsatz-, EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren der Peer Group dar:

EQS Group AG Multiplikatoren	EV/Umsatz			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
All for One Group SE	0,6x	0,6x	0,5x	5,6x	5,0x	4,5x	10,9x	8,9x	7,5x
Donnelley Financial Solutions, Inc.	2,5x	2,4x	2,3x	8,8x	8,4x	8,0x	12,8x	12,2x	12,8x
Fabasoft AG	2,9x	2,5x	2,3x	10,7x	9,9x	8,8x	16,9x	16,3x	14,5x
Qualys, Inc.	9,9x	9,0x	8,2x	23,6x	21,8x	19,4x	25,6x	23,9x	21,6x
ServiceNow, Inc.	14,4x	11,9x	9,9x	41,5x	33,3x	26,8x	49,4x	39,6x	31,3x
Workiva Inc.	6,6x	5,7x	4,8x	128,2x	72,0x	31,6x	160,8x	77,2x	35,3x
Broadridge Financial Solutions, Inc.	4,2x	4,0x	3,8x	17,8x	16,8x	16,0x	21,1x	19,8x	18,5x
Computershare Limited	3,7x	4,0x	3,9x	9,3x	9,9x	9,9x	10,6x	10,7x	10,7x
SS&C Technologies Holdings, Inc.	3,9x	3,7x	3,5x	9,9x	9,3x	8,8x	10,2x	9,6x	9,1x
Nasdaq, Inc.	9,3x	8,7x	8,0x	16,7x	15,5x	14,0x	17,5x	16,1x	14,5x
Minimum	0,6x	0,6x	0,5x	5,6x	5,0x	4,5x	10,2x	8,9x	7,5x
Mittelwert	5,8x	5,2x	4,7x	27,2x	20,2x	14,8x	33,6x	23,4x	17,6x
Median	4,1x	4,0x	3,9x	13,7x	12,7x	11,9x	17,2x	16,2x	14,5x
Maximum	14,4x	11,9x	9,9x	128,2x	72,0x	31,6x	160,8x	77,2x	35,3x

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 21: Umsatz-, EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen

432. Die nachfolgende Tabelle zeigt die sich auf dieser Basis der EV/Umsatz-, EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren für die EQS Group AG ergebenden Marktwerte:

EQS Group AG	EV/Umsatz			EV/EBITDA			EV/EBIT		
Marktwerte (Mio. €)	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Bezugsgröße des Bewertungsobjektes	85	102	117	14	25	34	5	16	25
Multiplikator (Minimum)	0,6x	0,6x	0,5x	5,6x	5,0x	4,5x	10,2x	8,9x	7,5x
Multiplikator (Mittelwert)	5,8x	5,2x	4,7x	27,2x	20,2x	14,8x	33,6x	23,4x	17,6x
Multiplikator (Median)	4,1x	4,0x	3,9x	13,7x	12,7x	11,9x	17,2x	16,2x	14,5x
Multiplikator (Maximum)	14,4x	11,9x	9,9x	128,2x	72,0x	31,6x	160,8x	77,2x	35,3x
MW Gesamtkapital – (Minimum)	54	60	65	78	124	152	56	145	189
MW Gesamtkapital – (Mittelwert)	492	536	556	380	497	497	184	379	442
MW Gesamtkapital – (Median)	345	409	456	191	312	401	94	263	364
MW Gesamtkapital – (Maximum)	1.222	1.216	1.157	1.788	1.774	1.064	882	1.250	887
- Verzinsliches Fremdkapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Leasingverbindlichkeiten	2	2	2	2	2	2	2	2	2
- Saldo Pensionsverbindlichkeiten	1	1	1	1	1	1	1	1	1
+ Liquide Mittel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettofinanzverbindlichkeiten zum 31.12.2023	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	2	2	2	2	2	2	2	2	2
MW Eigenkapital (Minimum)	53	59	63	77	122	150	55	144	188
MW Eigenkapital (Mittelwert)	491	535	555	379	496	496	183	378	441
MW Eigenkapital (Median)	344	408	455	190	311	400	93	261	363
MW Eigenkapital (Maximum)	1.221	1.215	1.156	1.787	1.773	1.063	881	1.249	886

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

*MW = Marktwert

Tabelle 22: Marktwert des Eigenkapitals der EQS Group AG anhand von EV/Umsatz-, EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren

433. Zusammengefasst ergeben sich die nachfolgenden Mittelwerte und Mediane:

Marktwert Eigenkapital	Jahr	Mittelwert Mio. €	Median Mio. €
EBITDA	2024	379	190
EBIT	2024	183	93
Umsatz	2024	491	344
EBITDA	2025	496	311
EBIT	2025	378	261
Umsatz	2025	535	408
EBITDA	2026	496	400
EBIT	2026	441	363
Umsatz	2026	555	455
Durchschnitt		439	314

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 23: Marktwert des Eigenkapitals der EQS Group AG im Mittelwert und Median anhand von EV/Umsatz-, EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren

434. Aus unseren Analysen geht hervor, dass die Mittelwerte und Mediane der Marktwerte der EQS Group AG im Durchschnitt innerhalb einer Bandbreite von 314 Mio. € bis 439 Mio. € liegen.
435. Die Tabelle zeigt, dass der Börsenkurs und Ertragswert des EQS Group AG-Konzerns innerhalb der Multiplikator-Bandbreiten liegt. Unsere Analysen bestätigen die Ergebnisse der Bewertungsgutachterin, dass der Dreimonatsdurchschnittskurs der Aktie der EQS Group AG am oberen Ende der Multiplikator-Bandbreite liegt.

E. ABLEITUNG DER BARABFINDUNG

436. Die Hauptaktionärin hat am 12. Juni 2024 die Barabfindung, die den Minderheitsaktionären für die Übertragung ihrer Aktien angeboten wird, ausgehend vom umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der EQS Group AG im relevanten Referenzzeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme, auf **40,00 €** je Aktie festgelegt.
437. Der umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs der EQS Group AG für den Drei-Monatszeitraum vor dem Tag der Mitteilung über den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre, dem 29. Februar 2024, beträgt **39,98 €**. Der durchschnittliche Börsenkurs in Höhe von 39,98 € wurde auf 40,00 € aufgerundet und entspricht damit dem Angebotspreis im öffentlichen Übernahmeangebot der Pineapple Bidco vom 4. Dezember 2023.
438. Der durch ValueTrust mittels Ertragswertverfahren zur Plausibilisierung der Relevanz des Börsenkurses der EQS Group AG abgeleitete Unternehmenswert der EQS Group AG auf den 30. Juli 2024 beträgt rd. 412.312 T€. Hieraus resultiert ein rechnerischer Wert von **37,39 €** je Aktie.
439. Im Ergebnis stellen wir daher fest, dass die von der Pineapple Bidco festgelegte Barabfindung i.H.v. **40,00 €** je Aktie angemessen ist.
440. Unserer Prüfung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung liegen die uns bis zum Abschluss unserer Prüfung zur Verfügung gestellten Informationen zugrunde. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der Hauptversammlung der EQS Group AG am 30. Juli 2024, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der EQS Group AG beschließt, wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswertes der EQS Group AG ergeben, wären diese bei der Barabfindung ergänzend zu berücksichtigen.

F. ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER FESTGELEGTEN BARABFINDUNG

441. Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der Pineapple German Bidco GmbH, München, als Hauptaktionärin festgesetzten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der EQS Group AG, München, geprüft.

442. Wir geben gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e AktG folgende abschließende Erklärung ab:

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der EQS Group AG, München, i.H.v. 40,00 € je Aktie angemessen.

Besondere Schwierigkeiten i.S.d. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG sind nicht aufgetreten.“

443. Wir erstatten diesen Bericht auf der Grundlage der uns vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte nach bestem Wissen und Gewissen unter Beachtung der Berufsgrundsätze, die in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüferordnung niedergelegt sind.

Frankfurt am Main, den 20. Juni 2024

IVA VALUATION & ADVISORY AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Creutzmann¹
Wirtschaftsprüfer



Dr. Stellbrink¹
Wirtschaftsprüfer



¹ Certified Valuation Analyst

ANLAGE 1

Beschluss des Landgerichts München I, 5. Kammer für Handelssachen,
vom 19. März 2024 über die Bestellung der IVA VALUATION & ADVISORY AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, zur sachverständigen Prüferin
für die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung (Angemessenheitsprüferin)

Landgericht München I

Az.: 5 HK O 3180/24



In dem Verfahren

Pieapple German Bidco GmbH, vertreten durch d. Geschäftsführer, c/o Apex Corporate Products (Germany) GmbH, Eschersheimer Landstraße 50-54, 60322 Frankfurt
- Antragstellerin -

wegen Prüferbestellung

erlässt das Landgericht München I - 5. Kammer für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Dr. Krenek am 19.03.2024 folgenden

Beschluss:

1. Auf Antrag der

Pineapple German BidCo GmbH
diese vertreten durch den Geschäftsführer
Eschersheimer Landstraße 50 - 54
c/o Apex Corporate Products (Germany) GmbH
60322 Frankfurt am Main

bestellt der Vorsitzende der 5. Kammer für Handelssachen beim LG München I gem. §§ 327 c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293 c Abs. 1 AktG die

IVA Valuation & Advisory AG
Herrn WP Andreas Creutzmann
Savignystraße 34
60325 Frankfurt am Main

zum Prüfer für die Überprüfung der Angemessenheit einer von der Antragstellerin zu gewährenden Barabfindung an die Aktionäre der EQS Group AG mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts – Registergericht – München, HRB 131048.

2. Der Geschäftswert wird auf € 5.000,-- festgesetzt, § 36 Abs. 3 GNotKG.

Gründe:

Ein Hinderungsgrund für die Bestellung der als Abfindungsprüfer genannten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist nicht erkennbar, so dass diese vom Gericht entsprechend der Anregung der Antragstellerin aus den vier genannten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften ausgewählt werden konnte.

gez.

Dr. Krenek
Vorsitzender Richter am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
München, 25.03.2024

Spensberger, JAng
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle

ANLAGE 2

Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und
Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2024

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 Fehlschlägen, Unterlassen bzw. unberechtigter Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2) Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

(3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber 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 Auslagenersatz 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 Auslagenersatz 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.