Gutachtliche Stellungnahme

zum Unternehmenswert der

XCOM AG, Willich,

und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG

zum Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung, dem 3. Juli 2017

Auftrag: 0.0824562.001



Inhaltsverzeichnis

A.	Auft	trag u	ınd Auftragsdurchführung	8
В.	Bew	ertur	ngsgrundsätze und -methoden	11
	I.	Grı	ındlagen der Bewertung	11
	II.	Ang	gemessene Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m.	
			27a ff. AktG	13
C.	Beso	chreit	oung des Bewertungsobjekts	14
	I.	Red	chtliche Grundlagen	14
		1.	Rechtliche Verhältnisse	14
		2.	Aktie und Anteilsbesitz	15
		3.	Steuerliche Verhältnisse	16
	II.	Wiı	rtschaftliche Grundlagen	16
		1.	Geschäftstätigkeit	16
		2.	Markt und Wettbewerb	19
			a) Volkswirtschaftliche Entwicklung	19
			b) FinTech-Markt	21
			c) Trading	22
			d) Business Process Outsourcing	24
			e) Online und Mobile Banking	27
			f) Payment	28
		3.	Vermögens-, Finanz- und Ertragslage	30
			a) Vorbemerkungen	30
			b) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der XCOM-Gruppe	31
			c) Ertragslage im Geschäftsbereich XCOM	35
			d) Ertragslage im Geschäftsbereich biw	39
		4.	Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzeptes	44
D.	Erm	ittlur	ng des Unternehmenswerts	46
	I.	Bev	wertungsbasis	46
		1.	Vorgehensweise	46
		2.	Planungsprozess	48
		3.	Planungsparameter	49
			a) Planungsparameter XCOM	49

Inhaltsverzeichnis

E.

F.

	b) Planungsparameter biw	51
	4. Planungstreue	53
II.	Erwartete Nettoausschüttungen aus dem betriebsnotwendigen Vermögen	57
	1. XCOM	57
	a) Detailplanungsphase	57
	b) Phase der ewigen Rente	63
	c) Nettoausschüttungen nach persönlichen Steuern	64
	2. biw	65
	a) Detailplanungsphase	65
	b) Phase der ewigen Rente	71
	c) Nettoausschüttungen nach persönlichen Steuern	71
III.	Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes	75
	1. Basiszinssatz	76
	2. Risikozuschlag	76
	3. Wachstumsabschlag	82
	4. Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes	82
IV.	Ertragswert des operativen Geschäfts	84
	1. XCOM	84
	2. biw	84
V.	Wert der gesondert bewerteten Vermögenswerte	85
VI.	Unternehmenswert	86
VII.	Liquidationswert	87
Plau	sibilisierung des Unternehmenswerts auf Basis von Multiplikatoren	88
I.	Grundsätzliche Vorgehensweise	88
II.	Ableitung der Multiplikatoren und Multiplikatorenbewertung	89
	1. XCOM	89
	2. biw	91
Erm	ittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG	94
I.	Börsenkurse	94
II.	Ermittlung der angemessenen Barabfindung	94

٦	n	_	-	٦
ı	$\nu \tau$	١7		

4

Inhaltsverzeichnis

G. Ergebniszusammenfassung96

Anlagen

Allgemeine Auftragsbedingungen in der Fassung vom 1. Januar 2002

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen in Höhe von \pm einer Einheit (EUR, % usw.) auftreten.

Abkürzungsverzeichnis

Abs. Absatz

AG Aktiengesellschaft

AktG Aktiengesetz

B2B Business-to-Business
B2C Business-to-Customer

BilRUG Bilanzrichtlinie-Umsetzungsgesetz

Bio. Billion

BIP Bruttoinlandsprodukt

biw AG biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Frankfurt am Main

BPaaS Business Process as a Service
BPO Business Process Outsourcing

bzw. beziehungsweise

CAGR Compound Annual Growth Rate; durchschnittliches jährliches Wachstum

Capital IQ S&P Global Market Intelligence LLC (previously S&P Capital IQ), division

of S&P Global Inc., New York City, USA

Tax-CAPM Tax-Capital Asset Pricing Model

ca. circa

CFD Contracts for Difference

CRR Capital Requirements Regulation
DACH Deutschland, Österreich, Schweiz

d.h. das heißt

DCF Discounted Cash Flow e.V. Eingetragener Verein

EBICS Electronic Banking Internet Communication Standard

EBIT Earnings before Interest and Tax; Ergebnis vor Zinsen und Steuern

EBITDA Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization; Ergebnis

vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen

EBT Earnings before Tax; Ergebnis vor Steuern

ECM Equity Capital Markets

EDV Elektronische Datenverarbeitung

EIU Economist Intelligence Unit Ltd., London/GB

EstG Einkommensteuergesetz

EU Europäische Union

EUR Euro

EV Enterprise Value; Gesamtunternehmenswert

EZB Europäische Zentralbank

ff. fortfolgende

FinTech Group AG, Frankfurt

FinTech-Gruppe FinTech Group AG gemeinsam mit ihren unmittelbaren und mittelbaren

Tochtergesellschaften

flatex GmbH, Kulmbach

FX Foreign Exchange
GBP Britischer Pfund

ggü. gegenüber
GJ Geschäftsjahr

GmbH Gesellschaft mit beschränkter Haftung

GuV Gewinn- und Verlustrechnung

HGB Handelsgesetzbuch

IBAN International Bank Account Number

i.H.v. in Höhe voni.S.d. im Sinne des

IDC International Data Corporation, Framingham/USA

IDW Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf

IDW S 1 i.d.F. 2008 Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen des Insti-

tuts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. in der Fassung 2008

IFRS International Financial Reporting Standards
IKB IKB Deutsche Industrie Bank AG, Düsseldorf

Inc. Incorporated

IPO Initial Public Offering

i.W. ím Wesentlichen

IWF Internationaler Währungsfonds, Washington, D.C./USA

IT Informationstechnologie
KGV Kurs-Gewinn-Verhältnis

KStG Körperschaftsgesetz

7

Ltd. Limited

Mio. Millionen

Mrd. Milliarden

MSCI World Morgan Stanley Capital International World Index

OTC Over the Counter

p.a. per annumP/B Price/Book

Plc. Public Limited Company

POS Point of Sale

PwC PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frank-

furt am Main

rd. rund

ROE Return on Equity (Eigenkapitalrentabilität)

RWA Risikogewichtete Aktiva SaaS Software as a Service

SEPA Single Euro Payments Area

sog. so genannte

SWIFT Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication

Tsd. Tausend
Tz. Textziffer

u.a. unter anderem

USA Vereinigte Staaten von Amerika

USD United States Dollar

usw. und so weiter

ViTrade GmbH, Willich

XCOM AG, Willich

XCOM Finanz GmbH, Willich

Xervices GmbH, Willich

z.B. zum Beispiel zzgl. zuzüglich

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

- 1. Die FinTech Group AG, Frankfurt am Main, ("FinTech Group AG" oder "Hauptaktionärin"; gemeinsam mit ihren unmittelbaren und mittelbaren Tochtergesellschaften auch "FinTech-Gruppe") hat uns, die PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, ("PwC" oder "wir") mit Schreiben vom 22. Februar 2017 beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme zum objektivierten Unternehmenswert der XCOM AG, Willich, ("XCOM AG" oder "Gesellschaft"; gemeinsam mit ihren unmittelbaren und mittelbaren Tochtergesellschaften auch "XCOM-Gruppe"), sowie zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 AktG zu erstatten. Bewertungsanlass ist die im Zuge der beabsichtigten Verschmelzung der XCOM AG auf die FinTech Group AG geplante Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der XCOM AG auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG.
- 2. Die FinTech Group AG hat dem Vorstand der XCOM AG am 28. März 2017 mitgeteilt, dass sie eine Verschmelzung der XCOM AG als übertragende Gesellschaft auf die FinTech Group AG als übernehmende Gesellschaft anstrebt. Zu diesem Zweck ist beabsichtigt, dass die FinTech Group AG und die XCOM AG am 26. Mai 2017 einen Vertrag über die Übertragung des Vermögens der XCOM AG als Ganzes im Wege der Verschmelzung durch Aufnahme nach § 2 Nr. 1 UmwG auf die FinTech Group AG abschließen.
- 3. Dabei hat die FinTech Group AG verlangt, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der übrigen Aktionäre der XCOM AG ("Minderheitsaktionäre") nach Maßgabe des § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG (sog. umwandlungsrechtlicher Squeeze Out) erfolgen soll.
- 4. Der Beschluss über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre soll auf der für den 3. Juli 2017 terminierten ordentlichen Hauptversammlung der XCOM AG gefasst werden. Der 3. Juli 2017 ist damit der maßgebliche Bewertungsstichtag.
- 5. Wir führten unsere Arbeiten mit Unterbrechungen in den Monaten März 2017 bis Mai 2017 in unserem Büro in Frankfurt am Main sowie in den Geschäftsräumen der Gesellschaft in Willich und in Frankfurt am Main durch. Hierfür standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:
 - Konsolidierter Konzernabschluss der XCOM AG nach dem Handelsgesetzbuch ("HGB") für das Geschäftsjahr 2014 sowie Prüfungsbericht zu dem testierten und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschluss der XCOM AG für das Geschäftsjahr 2014.

Für die Geschäftsjahre 2015 und 2016 liegen keine Konzernabschlüsse und Prüfungsberichte auf der Ebene der XCOM AG vor, da die Gesellschaft seit 2015 Teil der FinTech-Gruppe ist. Die XCOM AG wird in den nach den International Financial Reporting Standards, wie sie in der EU anzuwenden sind, aufgestellten Konzernabschluss der FinTech Group AG einbezogen und ist insoweit von der Verpflichtung befreit, als Mutterunternehmen einen Konzernabschluss i. S. d. § 290 Abs. 1 HGB aufzustellen.

Ersatzweise lagen uns die vom Management der Gesellschaft erstellten konsolidierten Teilkonzernabschlüsse für die XCOM AG nach HGB für die Geschäftsjahre 2015 und 2016 vor.

- Prüfungsberichte zu den testierten und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschlüssen nach HGB der XCOM AG, der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Frankfurt am Main, ("biw AG") für die Geschäftsjahre 2014, 2015 und 2016 (für biw AG für 2016 nur Kurz-Testat vorliegend) und der ViTrade GmbH, Willich, ("ViTrade GmbH") für die Geschäftsjahre 2015 und 2016.
- Prüfungsberichte zu den Abhängigkeitsberichten für die Geschäftsjahre 2015 und 2016.
- Konsolidierte Unternehmensplanung der XCOM-Gruppe sowie Unternehmensplanungen für die einzelnen Gesellschaften der XCOM-Gruppe XCOM AG, biw AG, ViTrade GmbH, Xervices GmbH, Willich, ("Xervices GmbH"), B2clear GmbH, Willich, ("B2clear GmbH") und Brokerport Finance GmbH, Willich, ("Brokerport Finance GmbH") für die Geschäftsjahre 2017-2021, vom Vorstand der XCOM AG erstellt und vom Aufsichtsrat der XCOM AG am 20. April 2017 billigend zur Kenntnis genommen.
- Sonstige für die Bewertung relevante Unterlagen und Informationen.
- 6. Weitere Auskünfte wurden uns von mehreren, von Vertretern der Gesellschaft benannten Auskunftspersonen gegeben. Der Vorstand der FinTech Group AG sowie der Vorstand der XCOM AG haben uns gegenüber am 17. Mai 2017 schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Erstattung der gutachtlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt wurden.
- 7. Unsere Untersuchung umfasste insbesondere die Überprüfung der Planungsunterlagen auf ihre Plausibilität. Eigene Prüfungshandlungen im Sinne der §§ 316 ff. HGB haben wir nicht vorgenommen. Diese gehörten nicht zu unserem Auftrag.
- 8. Die in der am 2. April 2008 vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf, ("IDW") verabschiedeten und derzeit aktuellen Fassung des "IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)" ("IDW S 1 i.d.F. 2008") niedergelegten Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen haben wir beach-

- tet. Im Sinne dieser Stellungnahme haben wir den objektivierten Unternehmenswert der XCOM AG als neutraler Gutachter ermittelt.
- 9. Wir haben diese gutachtliche Stellungnahme ausschließlich für die interne Verwendung durch den Auftraggeber und zum Zwecke der Verwendung im Bericht der Hauptaktionärin über die Übertragung der Anteile von Minderheitsaktionären erstellt. Die interne Verwendung umfasst auch die Überlassung der gutachtlichen Stellungnahme im Rahmen des Berichts der Hauptaktionärin an die Aktionäre der XCOM AG im Zusammenhang mit der ordentlichen Hauptversammlung, einschließlich der Veröffentlichung auf der Internetseite der XCOM AG sowie die im Rahmen der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung erforderliche Einsichtnahme durch den Prüfer gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG, ferner die Vorlage in sich ggf. der Hauptversammlung anschließenden Gerichtsverfahren. Die gutachtliche Stellungnahme ist darüber hinaus nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen als die genannten Zwecke bestimmt. Ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung darf diese außerhalb der vorstehenden Zwecke nicht an Dritte weitergegeben werden. Die Einwilligung wird nicht aus unbilligen Gründen untersagt werden.
- 10. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen in der Fassung vom 1. Januar 2002 maßgebend.

B. Bewertungsgrundsätze und -methoden

I. Grundlagen der Bewertung

- 11. Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 bestimmt sich der Wert eines Unternehmens aus dem Nutzen, den dieses aufgrund seiner im Bewertungszeitpunkt vorhandenen Erfolgsfaktoren einschließlich seiner Innovationskraft, Produkte und Stellung am Markt, inneren Organisation, Mitarbeiter und seines Managements in Zukunft erwirtschaften kann. Unter der Voraussetzung, dass ausschließlich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.
- 12. Der Unternehmenswert kann entweder nach dem Ertragswert- oder dem Discounted Cash Flow-Verfahren ermittelt werden. Beide Bewertungsverfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Finanzierungsannahmen und damit identischen Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) fußen. Im vorliegenden Fall erfolgt eine Bewertung der XCOM AG nach dem Ertragswertverfahren.
- 13. Bei beiden Bewertungsverfahren wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Vermögensgegenstände (einschließlich Schulden), die einzeln übertragen 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.
- 14. 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.
- 15. Die Grundsätze der Stellungnahme IDW S 1 i.d.F. 2008 unterscheiden zwischen echten und unechten Synergien. Die echten Synergien sind ausschließlich durch Kooperation bestimmter Unternehmen aufgrund spezifischer Eigenschaften realisierbare oder unter Berücksichtigung der Auswirkungen aus dem Bewertungsanlass erzielbare Überschüsse, während die unechten Synergien

mit einer nahezu beliebigen Vielzahl von Partnern umgesetzt werden können oder ohne Berücksichtigung des Bewertungsanlasses realisierbar sind. Nur diese unechten Synergien sind, soweit sie auf das Bewertungsobjekt entfallen, in der Bewertung zu berücksichtigen.

- 16. Bei der Ermittlung von Unternehmenswerten ist unter Berücksichtigung rechtlicher Restriktionen grundsätzlich von der Ausschüttung der finanziellen Überschüsse auszugehen, die aufgrund eines zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts zur Verfügung stehen. Bei der Ermittlung der Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner sind Thesaurierungen sowie deren Verwendung zu berücksichtigen.
- 17. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz dient dazu, die sich ergebende Zahlenreihe an einer Entscheidungsalternative zu messen.
- 18. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich. Bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen i.S.d. IDW S 1 i.d.F. 2008 werden der Typisierung im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person zugrunde gelegt. Hierzu sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativrendite zu treffen.
- 19. Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, sämtliche betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile gesondert zu veräußern, so ist der Bewertung der Liquidationswert zugrunde zu legen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen. Zur Überprüfung, ob der Liquidationswert den ermittelten Ertragswert übersteigt, wurde der Liquidationswert der XCOM AG überschlägig ermittelt und dem von uns nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert gegenübergestellt.
- 20. Im Rahmen einer Unternehmensbewertung kommt dem Substanzwert grundsätzlich kein selbstständiger Aussagewert zu.
- 21. Die vorstehend beschriebenen Grundsätze und Bewertungsverfahren gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert und werden in der Rechtsprechung anerkannt.

II. Angemessene Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a ff. AktG

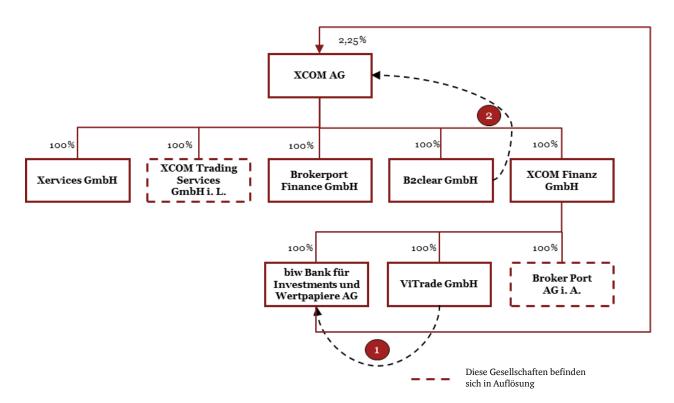
- 22. Gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG kann die Hauptversammlung einer übertragenden Aktiengesellschaft innerhalb von drei Monaten nach Abschluss eines Verschmelzungsvertrages einen Beschluss nach § 327a Abs. 1 Satz 1 des Aktiengesetzes fassen, wenn der übernehmenden Gesellschaft (Hauptaktionär) Aktien in Höhe von neun Zehnteln des Grundkapitals der übertragenden Gesellschaft gehören. § 327a AktG sieht vor, dass die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen kann. Bei der Bemessung der Barabfindung sind gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung, die über die Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär beschließen soll, zu berücksichtigen.
- 23. Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre, der Rechtsprechung zu gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen und der Bewertungspraxis ist der Wert des Unternehmens die Grundlage zur Ermittlung der Barabfindung nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a ff. AktG. Maßgebend ist danach der Wert des Unternehmens als Ganzes. Damit wird dem von der Rechtsprechung entwickelten Postulat der Abfindung zum vollen Wert entsprochen, d.h. die Abfindung muss dem sog. wahren Wert der Anteile an der Gesellschaft gleichkommen. In diesem Zusammenhang ist der Unternehmenswert der XCOM AG zu ermitteln.
- 24. Bei der Bemessung der Abfindung für Anteile an einer börsennotierten Gesellschaft darf nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung der Börsenkurs als Verkehrswert der Aktie nicht außer Betracht bleiben. Nachdem es sich im vorliegenden Fall um eine nicht börsennotierte Gesellschaft handelt, bleibt der Ansatz eines Börsenkurses außer Betracht.

C. Beschreibung des Bewertungsobjekts

I. Rechtliche Grundlagen

1. Rechtliche Verhältnisse

- 25. Die XCOM AG mit Sitz in Willich ist eine nicht börsennotierte deutsche Aktiengesellschaft mit rd. 200 Mitarbeitern und ist im Handelsregister beim Amtsgericht Krefeld unter HRB 10340 eingetragen.
- 26. Das Unternehmen wurde am 4. August 1999 gegründet. Es ist auf dem Weg der Verschmelzung zur Neugründung aus zunächst elf Einzelgesellschaften entstanden. Aktuell ist die XCOM AG in Willich mit Zweigniederlassungen in Berlin, Frankfurt am Main, Düsseldorf, Andernach und Zwickau tätig. Gegenstand des Unternehmens ist gemäß der Satzung der Gesellschaft vom 4. Juli 2016 die Entwicklung, die Herstellung, der Vertrieb und die Wartung von Soft- und Hardware, Telematikprodukten und bürotechnischen Anlagen jeder Art. Die XCOM AG ist ein führender Anbieter von Finanztechnologien für die Bereiche Banking, eBanking, Payment, Trading und IT Service. Das Mutterunternehmen FinTech Group AG hat am 20. März 2015 die Mehrheit der Anteile an der XCOM AG erworben.
- 27. Die XCOM AG ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die unmittelbar oder mittelbar dem Gegenstand des Unternehmens zu dienen geeignet sind, so z.B. die Errichtung von Zweigniederlassungen im Ausland oder die Beteiligung oder der Erwerb von Unternehmen im Ausland.
- 28. Die XCOM AG ist zu Beginn des Geschäftsjahres an fünf Unternehmen unmittelbar und weiteren drei Unternehmen mittelbar beteiligt. Zusammen bilden die XCOM AG sowie die unmittelbaren und mittelbaren Tochterunternehmen die XCOM-Gruppe.
- 29. Es ist beabsichtigt, vor der geplanten gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahme (umwandlungsrechtlicher Squeeze Out) einerseits die ViTrade GmbH auf die biw AG und andererseits die B2clear GmbH auf die XCOM AG zu verschmelzen. Die zu Beginn des Geschäftsjahres bestehende Anteilsstruktur innerhalb der XCOM-Gruppe sowie die geplanten Verschmelzungen sind nachfolgend dargestellt. Dabei handelt es sich bei den als "in Auflösung befindlich" gekennzeichneten Gesellschaften um wirtschaftlich nicht tätige Gesellschaften, die keinen Ertragswert oder Liquidationswert aufweisen und aus diesem Grund nicht in die Bewertung einbezogen werden.



Quelle: XCOM AG

- 30. Das Geschäftsjahr der XCOM Gruppe ist das Kalenderjahr. Im Jahr 2016 erzielte die XCOM-Gruppe einen konsolidierten Umsatz von 87,5 Mio. EUR und ein Ergebnis vor Steuern (EBT) von 19,8 Mio. EUR. Der bedeutendste Umsatzanteil der XCOM-Gruppe entfällt auf die XCOM AG selbst (31,0 Mio. EUR) und die nachfolgend aufgeführten Tochtergesellschaften:
 - a) Die biw AG mit dem Handelsregistereintrag HRB 105687 beim Amtsgericht Frankfurt am Main hat rund 120 Mitarbeiter und ist an sechs Standorten vertreten. Die biw AG erzielte im Jahr 2016 einen Umsatz von 75,6 Mio. EUR.
 - b) Die ViTrade GmbH ist mit dem Handelsregistereintrag 15533 beim Amtsgericht Krefeld angemeldet. Das Unternehmen erzielte im Jahr 2016 einen Umsatz von 5,2 Mio. EUR.
 - c) Die Xervices GmbH hat ihren Sitz in Willich und ist im Handelsregister beim Amtsgericht Krefeld mit der Nummer 12505 eingetragen. Die Gesellschaft erzielte im Jahr 2016 einen Umsatz von 1,9 Mio. EUR.

2. Aktie und Anteilsbesitz

31. Das voll eingezahlte Grundkapital der XCOM AG beträgt zum Abschluss der Bewertungsarbeiten 627.680,85 EUR und ist eingeteilt in insgesamt 567.603 auf den Namen lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von je rd. 1,11 EUR. Die FinTech Group AG

- hält insgesamt unmittelbar 548.124 Stückaktien der XCOM AG und ist damit mit rd. 96,57% am Grundkapital der XCOM AG beteiligt.
- 32. Die XCOM AG selbst hält keine eigenen Aktien. Jedoch hält die zur XCOM-Gruppe gehörende biw AG insgesamt 12.759 Stückaktien.

3. Steuerliche Verhältnisse

- 33. Die XCOM AG wird beim Finanzamt Viersen unter der Steuernummer 102 5857 0086 geführt. Innerhalb der XCOM-Gruppe bestehen keine Beherrschungs- oder Gewinnabführungsverträge.
- 34. Seit dem 1. Januar 2016 besteht zwischen der FinTech Group AG als Organträger und der XCOM AG, der biw AG, der XCOM Finanz GmbH, der Xervices GmbH, der ViTrade GmbH sowie der b2clear GmbH als Organgesellschaften jeweils eine umsatzsteuerliche Organschaft gemäß § 2 Abs. 2 Nr. 2 UStG.
- 35. Aufgrund des Erwerbs von mehr als 50% der Anteile an der XCOM AG durch die FinTech Group AG konnten die bis zu diesem Zeitpunkt nicht ausgeglichenen oder abgezogenen negativen Einkünfte (Verlustvorträge) der XCOM AG nicht mehr abgezogen werden (schädlicher Beteiligungserwerb nach § 8c KStG). Zum Abschluss der Bewertungsarbeiten sind in der Bilanz der XCOM AG keine Verlustvorträge bilanziert.
- 36. Steuererklärungen der XCOM AG wurden bis einschließlich 2015 erstellt und abgegeben. Die letzte Körperschaft-, Gewerbe- und Umsatzsteuer umfassende steuerliche Außenprüfung erfolgte im Berichtsjahr für das Geschäftsjahr 2014. Bei allen Prüfungsfeststellungen wurde zwischen der XCOM AG und den Finanzbehörden Einvernehmen erreicht.
- 37. Bei der Brokerport Finance GmbH bestanden zum 31. Dezember 2016 steuerliche Verlustvorträge i.H.v. 211 Tsd. EUR.

II. Wirtschaftliche Grundlagen

1. Geschäftstätigkeit

- 38. Die XCOM-Gruppe ist ein im deutschsprachigen Raum aktiver FinTech-Anbieter für Banking, eBanking-, Payment- und Trading-Lösungen. Die Geschäftstätigkeit der Gruppe kann auf Basis des jeweiligen Produkt- und Dienstleistungsspektrums in die zwei Geschäftsbereiche XCOM und biw unterteilt werden.
- 39. Im Geschäftsbereich **XCOM** wird das Produkt- und Dienstleistungssortiment im Wesentlichen durch das Leistungsangebot der XCOM AG sowie der Xervices GmbH bestimmt:

- 40. Das Leistungsportfolio der XCOM AG umfasst mit Banking, eBanking, Payment, Trading und IT Service insgesamt fünf Produktgruppen.
- 41. Der Bereich **Banking** ist im Wesentlichen mit dem Betrieb und der Entwicklung kundenspezifischer Bank-IT befasst. Eines der Hauptprodukte ist hierbei die Banking Suite, das eigenentwickelte Kernbanksystem der XCOM AG. Diese Software deckt die komplette Prozesskette der bankbetrieblichen Leistungserstellung vom Vertrieb bis zur Abwicklung und allen regulatorischen Anforderungen ab. In Zusammenarbeit mit der biw AG bündelt dieser Bereich die Kenntnisse auf dem Gebiet der Bank-IT, um Outsourcing-Dienstleistungen für Banken anbieten zu können. Darüber hinaus werden im Rahmen von Beratungsdienstleistungen verschiedene Bereiche wie Konzeption/Analyse, IT-Sicherheit oder Compliance abgedeckt. Von diesem Angebot profitieren etablierte Banken aber auch FinTech Start-Ups.
- 42. Der Bereich **eBanking** bietet IT-Systeme, die den Betrieb digitaler Banken und Zahlungs-Geschäftsmodelle ermöglichen. Hierbei ist die XCOM AG in der Lage sowohl Kunde-zu-Bank als auch Bank-zu-Bank Interaktionen mit ihren Systemen zu stützen. Des Weiteren wird mit dem System Corporate Payments eine ganzheitliche Lösung für die elektronische Abwicklung des Zahlungsverkehrs angeboten. Das Produktportfolio wird um die Erstellung einzelner Tools wie IBAN-Builder/Prüfer oder Parser für SEPA und SWIFT sowie weitere Beratungsdienstleistungen im Bereich des eBanking ergänzt.
- 43. Im Produktbereich **Payment** bietet die Gesellschaft Lösungen für die Abwicklung des Geld- und Zahlungsverkehrs für Firmen- sowie Privatkunden an. Durch ihr Angebot im Bereich Corporate Payments unterstützt die XCOM AG etablierte Unternehmen sowie Start-Ups dabei, effiziente Zahlungsverkehrprozesse zu schaffen. Auf Basis ihrer Zulassung als Zahlungsinstitut ist die XCOM AG berechtigt, innovativen Unternehmen aus der Finanzindustrie diese Prozesse abzunehmen und somit ihr Geschäftskonzept zu ermöglichen. Die Technik basiert auf dem Electronic Banking Internet Communication Standard (kurz: EBICS) und ist sowohl stationär als auch als Software as a Service (SaaS) für den Kunden verfügbar.
- 44. Der Produktbereich **Trading** umfasst Systeme für den Handel und die Abwicklung von Wertpapieren bei Kreditinstituten und Finanzdienstleistern. Dabei bedient die XCOM AG ein breites Kundenspektrum. Die Produktpalette umfasst mit HTX eine Highend-Tradingplattform für aktive Anleger und mit Trader+ eine Handelssoftware für fortgeschrittene Trader. Darüber hinaus werden für Finanzdienstleister, welche in der Rolle eines Market Makers oder Designated Sponsors auftreten, Systeme wie SkontriX oder xQuote angeboten. Abgerundet wird das Angebot von weiteren Dienstleistungen, welche die Verwaltung und Verarbeitung von Marktdaten betreffen.
- 45. Innerhalb des Produktbereichs **IT Service** bündelt die XCOM AG sämtliche Dienste aus dem Beratungssegment. Fokus der hier angebotenen Dienstleistungen sind die Optimierung von Geschäfts-

- prozessen für Banken, Unternehmen und Start-Ups aus der Finanzbranche. Grundlegend ist hierbei die Zusammenarbeit mit der biw AG, wodurch Beratungsleistungen angeboten werden können, die nur mit einer Banklizenz möglich sind.
- 46. Die Xervices GmbH bietet außerbörsliche Limitorder-Managementsysteme. Zu den Hauptkunden der Xervices GmbH zählen die Deutschen Bank AG und die Commerzbank AG. Xervices stellt dabei die Systeme Limit Order Xervices (L.O.X) und iLOX Web Frontend zur Verfügung, welche den Handel von ca. 400.000 verschiedener derivativer Produkte mit der Deutschen Bank AG sowie der Commerzbank AG ermöglichen.
- 47. Im Geschäftsbereich **biw** sind klassische und innovative Bankdienstleitungen sowie die Aktivitäten der Gruppe im Bereich Trading gebündelt. Die einzelnen Dienstleistungen werden durch die beiden operativen Gesellschaften biw AG und ViTrade GmbH erbracht:
- 48. Die biw AG verfügt über eine eigene Banklizenz und kann dementsprechend das komplette Produktspektrum einer Vollbank mit EU-Pass abdecken. Die biw AG bietet Dienste in vier Segmenten an: Transaktionsabwicklung, White-Label-Banking, Outsourcing-Prozesse für Banken sowie Bargeld und Payments.
- 49. Der Bereich **Transaktionsabwicklung** steht für ca. drei Viertel des Umsatzes innerhalb der biw AG, womit die Gesellschaft, gemessen an der Anzahl durchgeführter Trades, zu den größten Anbietern im Online Brokerage in Deutschland gehört. Die Bank übernimmt dabei nicht nur die Wertpapierabwicklung für ihre institutionellen Partner, sondern bieten auch Profi- und Heavy-Tradern Unterstützungsleistungen bei deren Wertpapiergeschäften. Die Technologie wird von der biw AG ebenfalls innerhalb des White-Label-Segments anderen Banken zur Verfügung gestellt.
- 50. Im Bereich des **White-Label-Banking** nutzen die Kunden der biw AG deren Banklizenz. Die biw AG liefert die im Hintergrund ablaufenden Bankprozesse sowie erforderlichen Schnittstellen, sodass sich die White-Label-Kunden auf die Vermarktung ihrer Produkte fokussieren können. Das White-Label-Angebot umfasst dabei unter anderem Online Brokerage, E-Geld-Abwicklung, Wertpapiernahe Leistungen und Kreditbearbeitung. Zu den White-Label Kunden der Bank zählen unter anderem Start-ups wie auxmoney und zinspilot.
- 51. Das Angebot des Bereiches **Outsourcing-Prozesse für Banken** richtet sich vorwiegend an Kunden mit eigener Banklizenz. Die biw AG bietet dabei das komplette Produktspektrum einer Vollbank als Outsourcing-Lösung an. Im Namen der jeweiligen Partner übernimmt die biw AG die prozessuale Abwicklung von Transaktionen, Zahlungsverkehrsleistungen, das Fulfillment und das Meldewesen. Zu den Kunden zählt unter anderem die Deutsche Pfandbriefbank AG.
- 52. Der Bereich **Bargeld und Payments** umfasst verschiedene Bargeld-Versorgungs- und Entsorgungsleistungen. Dazu zählt neben der Bargeldlogistik für Firmenkunden auch der Betrieb von mobilen

und stationären Geldautomaten, beispielsweise im Rahmen von Großveranstaltungen. Mit der digitalen Geldbörse "kesh" bietet die biw AG zudem eine mobile Bezahllösung für Privatkunden. Diese kann genutzt werden, um Zahlungen im Einzelhandel ebenso wie online zu tätigen.

53. Die ViTrade GmbH bietet eine Plattform für das professionelle Brokerage-Geschäft. Zielkunden der ViTrade GmbH sind insbesondere anspruchsvolle oder professionelle Trader. Die ViTrade GmbH ist ein vertraglich gebundener Vermittler für Brokerage-Produkte der biw AG. Der Online-Broker bietet seinen Kunden einen direkten Börsenzugang inklusive einer verschiedene Wertpapiergattungen, Devisen und sonstige Anlageprodukte umfassenden Produktpalette.

2. Markt und Wettbewerb

a) Volkswirtschaftliche Entwicklung

- 54. Die Geschäftstätigkeit der XCOM-Gruppe ist im Wesentlichen in den Bereichen Bereitstellung und Entwicklung von Software sowie Banking/Brokerage angesiedelt. Für beide Geschäftsbereiche ist Deutschland der bedeutendste Absatzmarkt, wobei die Marktentwicklung in Deutschland auch durch die gesamtwirtschaftliche Entwicklung der Europäischen Union beeinflusst wird. Im Folgenden werden daher die volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen und Erwartungen zur Marktentwicklung in Deutschland sowie der Europäischen Union dargestellt.
- 55. Das Geschäft der XCOM-Gruppe wird neben der individuellen Vertriebsleistung durch die allgemeine volkswirtschaftliche Entwicklung, das Wettbewerbsumfeld und die Dynamik der wichtigsten Absatzmärkte beeinflusst. In der folgenden Analyse gehen wir zunächst auf die allgemeinen volkswirtschaftlichen Indikatoren der relevanten geografischen Märkte ein. Zusätzlich analysieren wir die Entwicklung der wichtigsten Produktmärkte. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die XCOM-Gruppe zum Teil sehr spezialisierte, auf den individuellen Kundenwunsch abgestimmte Softwareprodukte anbietet. Damit ist die Entwicklung der XCOM-Gruppe in vielerlei Hinsicht nur mittelbar und über längere Zeiträume von den Entwicklungen in den einzelnen Produktmärkten abhängig. Zudem ist zu beachten, dass die XCOM-Gruppe auf den deutschen Markt fokussiert ist, wohingegen die verfügbaren Branchenstudien zu den einzelnen Produktmärkten oftmals eine Betrachtung globaler Trends vornehmen. Die Analyse der einzelnen Produktmärkte dient damit vor allem dem besseren Verständnis der längerfristigen Entwicklungsperspektiven der Gesellschaft.
- 56. Die Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts ("BIP") gilt als einer der bedeutendsten Indikatoren der volkswirtschaftlichen Analyse. Unter Zugrundelegung der Prognosen des Internationalen Währungsfonds, Washington, D.C./USA, ("IWF"), haben wir, aufsetzend auf den Jahren 2015 bis 2016, nachfolgend die geschätzte **Entwicklung des BIP** (real) zwischen 2017 und 2022 als Ausgangspunkt für die weiteren Analysen dargestellt.

Bruttoinlandsprodukt

Veränderung in % zum Vorjahr

	Is	st			Plan			
Land	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Welt	3,4%	3,1%	3,4%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%	3,8%
Europäische Union	2,4%	2,0%	2,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%
Deutschland	1,5%	1,8%	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%

Quelle: World Economic Outlook, Internationaler Währungsfonds 2017

- 57. Für die Weltwirtschaft prognostiziert der IWF ein bis zum Jahr 2022 zunehmendes Wirtschaftswachstum. Für die Industriestaaten ist demgegenüber von deutlich niedrigeren Wachstumsraten auszugehen. Das Wirtschaftswachstum der Industriestaaten hängt dabei zunehmend von der wirtschaftlichen Entwicklung der Schwellenländer ab.
- 58. Für den wichtigen Absatzmarkt **Deutschland** folgte im Anschluss an das Jahr 2015 mit einer Wachstumsrate von 1,5% ein leichter Anstieg der Wachstumsrate auf 1,8% in 2016. Für die Folgejahre bis 2022 geht der IWF von einem sukzessiven Rückgang der Wachstumsrate auf 1,2% aus.
- 59. Privatverbraucher sind der wichtigste Faktor für das Wachstum der in Deutschland tätigen Wirtschaft. Das Allzeittief der Arbeitslosigkeit kombiniert mit geringen Zinsen sowie höheren Löhnen und Gehältern hat die Konsumenten bestärkt, mehr Geld auszugeben. Die Nachfrage nach Arbeit steigt kontinuierlich. Die Arbeitslosenrate von 6,1% ist auf einem historischen Tief und es wird erwartet, dass diese in den nächsten zwei Jahren stabil bleibt.
- 60. Nach dem vergleichsweise hohen BIP-Wachstum in der **EU** von 2,4% in 2015 folgte im Jahr 2016 ein Abfall der Wachstumsrate des BIP auf 2,0%. In den Folgejahren bis 2022 wird eine annähernd konstante Wachstumsrate auf einem Niveau von 1,7% bis 2,0% erwartet. Nach den Einschätzungen des IWF erscheint die Gefahr einer Rezession in Europa damit vergleichsweise gering. Die fiskalpolitischen Maßnahmen der nationalen Regierungen und auf Ebene der Europäischen Union werden gemäß der Einschätzung des IWF ebenso für Wachstumsimpulse sorgen wie die geldpolitischen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank.
- 61. Neben der Entwicklung des BIP stellen die erwarteten jährlichen **Inflationsraten** einen weiteren makroökonomischen Indikator für die wirtschaftliche Entwicklung der für die XCOM-Gruppe relevanten Märkte dar. Die Entwicklung der Inflationsraten im Zeitraum zwischen 2015 und 2022 ist nachfolgend abgebildet.

Inflation

Veränderung des Verbraucherpreisindex in % zum Vorjahr

	Is	t			Plan			
Land	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Welt	2,8%	2,8%	3,5%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Europäische Union	(0,0%)	0,2%	1,8%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%
Deutschland	0,1%	0,4%	2,0%	1,7%	1,9%	2,1%	2,2%	2,4%

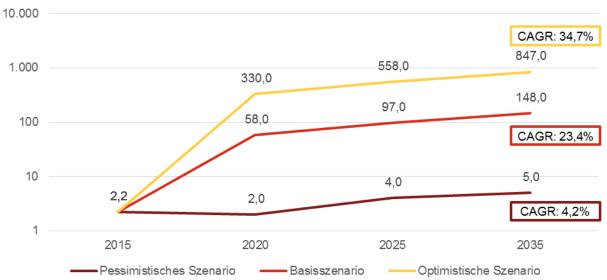
Quelle: World Economic Outlook, Internationaler Währungsfonds 2017

- 62. Erkennbar befanden sich **Deutschland** und die übrigen Mitgliedsstaaten der europäischen Union in den Jahren 2015 und 2016 in einer Niedriginflationsphase, bei der die Inflationsraten deutlich niedriger lagen als im weltweiten Vergleich. Für die Folgejahre bis 2022 wird jedoch ein Inflationsanstieg auf 2,4% bzw. 2,0% erwartet.
- 63. Für **Deutschland** wird in 2017 ein Anstieg der Inflation auf 2,0% prognostiziert, geschuldet einem Ansteigen der Mieten und Kosten für Nahrungsmittel. Für das nachfolgende Jahr 2018 wird jedoch ein leichter Inflationsrückgang auf 1,7% prognostiziert. Im Anschluss prognostiziert der IWF einen sukzessiven Anstieg der Inflation auf 2,4%.

b) FinTech-Markt

- 64. Dem FinTech-Markt werden Unternehmen zugeordnet, die Finanzdienstleistungen mit innovativen Technologien verknüpfen. Dabei ist das Angebot dieser Dienstleistungen in der Regel internetbasiert. Im Fokus stehen Effizienz, Automatisierung und zugleich ein erhöhter Kundennutzen. Die XCOM-Gruppe bietet mit den IT- und Software Lösungen der XCOM AG sowie Bankdienstleitungen der biw AG ein umfangreiches Produktangebot im Bereich der internetbasierten Finanztechnologien.
- 65. Gemäß des Abschlussberichts der vom Bundesministerium der Finanzen beauftragten Studie "FinTech-Markt in Deutschland" betrug das Gesamtvolumen der am deutschen Markt tätigen FinTech-Unternehmen in den Segmenten Finanzierung und Vermögensmanagement im Jahr 2015 rd. 2,2 Mrd. EUR. Hierunter fallen Unternehmen, welche in den Bereichen Crowdfunding, Kredite und Factoring, Social Trading, Robo Advice sowie Anlage und Banking engagiert sind womit eine gute Vergleichbarkeit zu Teilen des Produkt- und Leistungsspektrums der XCOM-Gruppe gegeben ist. Das jährliche durchschnittliche Wachstum in diesen Teilsegmenten lag in den vergangenen sechs Jahren bei ca. 150%. Zudem betrug das Transaktionsvolumen von FinTech-Unternehmen im Bereich Zahlungsverkehr in 2015 ca. 17,0 Mrd. EUR.
- 66. Gemäß der Studie beträgt das geschätzte Volumen der potenziell adressierbaren Märkte der Fin-Tech-Segmente Finanzierung und Vermögensmanagement in 2015 rd. 1,7 Bio. EUR. Dieses teilt sich auf in ein Marktvolumen von rd. 380 Mrd. EUR im Segment Finanzierung und ein Marktvolumen von rd. 1,3 Bio. EUR im Segment Vermögensmanagement.
- 67. Ausgehend von der aktuellen Lage entwickelt die Studie in einer Langzeitprognose bis 2035 die drei untenstehend gezeigten Szenarien für die weitere Entwicklung des Marktvolumens der deutschen FinTech-Segmente Finanzierung und Vermögensmanagement. Im pessimistischen Szenario wird von einem jährlich durchschnittlichen Wachstum von ca. 4,2% ausgegangen, für das Basisszenario und das optimistische Szenario wurde ein jährlich durchschnittliches Wachstum von 23,4% bzw. 34,7% errechnet.





Quelle: FinTech-Markt in Deutschland, Bundesministerium der Finanzen 2016 (Hinweis: In der Abbildung wird eine logarithmische Skalierung vorgenommen)

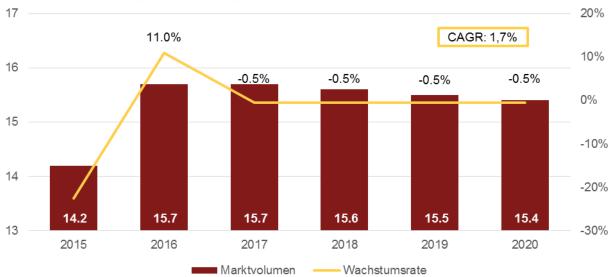
68. Laut der Studie zum FinTech-Markt in Deutschland kooperieren derzeit bereits 87,0% der befragten Banken mit einem FinTech-Unternehmen und wollen auch in Zukunft Kooperationen mit FinTech-Unternehmen fortführen. Dies unterstreicht das durch die Grafik ausgedrückte Wachstumspotenzial.

c) Trading

- 69. Die biw zählt im Bereich Transaktionsabwicklung zu den größten Anbietern in Deutschland. Die Geschäftsentwicklung der Bank ist daher stark abhängig von der Anzahl der über ihre Onlineplattformen durchgeführten Trades.
- 70. Online-Broker ermöglichen es ihren Kunden, jederzeit und an jedem Ort Zugriff auf die entsprechenden Tradingplattform zu haben und die zugehörigen Dienstleistungen in Anspruch zu nehmen. Auch Privatpersonen stehen damit professionelle Tools zur Marktanalyse zur Verfügung. Außerdem haben sie über die Onlineplattformen Zugang zu Rechercheberichten, Portfolioanalysemodellen sowie Echtzeitzugang zu den Märkten.
- 71. Durch den Online-Handel über Mobilgeräte konnte der Wertpapiermarkt einer Vielzahl von Investoren bzw. Tradern zugänglich gemacht werden. Dabei kann aufgrund der zunehmenden Affinität der "Millennials" im Umgang mit neuen Technologien von einem weiteren Marktwachstum ausgegangen werden. Weitere Vorteile und damit Gründe für die zunehmende Nutzung der Services von Online-Tradingplattformen liegen in einem gesteigerten Komfort, einer größeren Transparenz sowie einer effizienteren Handhabung des Orderbuches begründet.

- 72. Empirische Studien bzw. Prognosen zur Entwicklung der über Online-Broker abgewickelten Transaktionsanzahl in Deutschland sind nicht verfügbar. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Anzahl abgewickelter Trades mit der Volatilität an den Märkten korreliert, welche z.B. aufgrund ihrer Abhängigkeit von externen Schocks kaum zu prognostizieren ist. Marktstudien wie die hier dargestellte, von Marketline veröffentlichte Prognose zur Entwicklung des europäischen Investmentbanking- und Brokeragesektors können aufgrund der wesentlich breiter gefassten Marktabgrenzung daher nur eine Tendenzaussage bezüglich des für die biw relevanten Marktwachstums liefern.
- 73. Für den Zeitraum von 2015 bis 2020 wird hier ein jährlich durchschnittliches Wachstum von 1,7% erwartet, was einem Marktvolumen von rd. 15,4 Mrd. USD im Jahr 2020 entspricht.

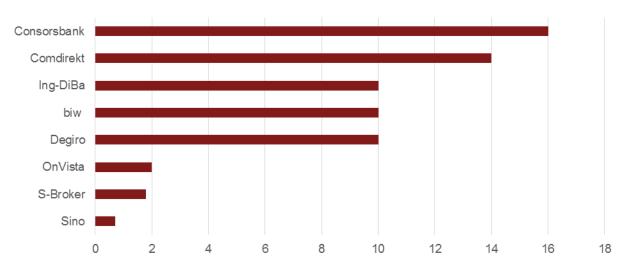




Quelle: Investment Banking and Brokerage in Europe, Marketline 2015 $\,$

- 74. Für das Segment der Online-Broker in Deutschland kann eine fortschreitende Marktbereinigung bzw. Konsolidierung festgestellt werden. Belegt wird dies beispielsweise durch die Übernahme der DAB Bank durch die Consorsbank sowie durch die Übernahme der OnVista durch die Comdirect Bank. Dies zeigt, dass die etablierten Marktteilnehmer durch anorganisches Wachstum versuchen, Skaleneffekte zu generieren.
- 75. Einen Überblick zur aktuellen Marktlandschaft der Online-Broker liefert die nachfolgende Grafik, welche die gemäß der Anzahl abgewickelter jährlicher Wertpapiertransaktionen größten am deutschen Markt vertretenen Broker darstellt. Da nicht alle Unternehmen Angaben zu der Anzahl der über ihre Plattformen durchgeführten Trades veröffentlichen, beruhen die Informationen in Teilen auf den Expertenschätzungen der biw AG.





Quelle: Schätzung biw AG

76. Die Grafik zeigt, dass die biw AG zu den fünf größten Anbietern in Deutschland gehört. Da bei der Abwicklung von Wertpapiertransaktionen Skaleneffekte einen wesentlichen Wettbewerbsvorteil darstellen, ist die biw vergleichsweise gut positioniert um an der weiteren Entwicklung des Online-Tradingmarktes partizipieren zu können.

d) Business Process Outsourcing

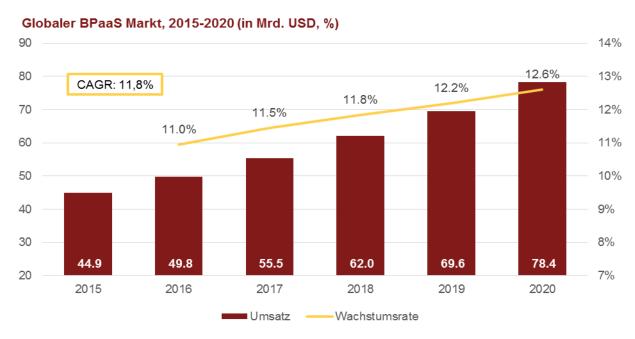
- 77. Auch für den Geschäftsbereich Business Process Outsourcing ("BPO") der XCOM-Gruppe sind branchenspezifische Rahmenbedingungen und Trends erkennbar, die dessen weiteres Wachstum beeinflussen. So stehen die Unternehmen der Finanzbranche unter einem erhöhten Druck, operative Kosten zu senken, Prozesse zu optimieren und zunehmende regulatorische Anforderungen umzusetzen. Die Globalisierung von Arbeitsabläufen hat dazu beigetragen, dass Unternehmen vermehrt auf Cloud-basierte Modelle zurückgreifen, welche durch einen vergleichsweise geringeren Investitionsaufwand charakterisiert sind.
- 78. Banken verwenden zunehmend BPO Services, müssen dabei aber die Sicherheit und Effizienz der Geschäftsabläufe weiterhin gewährleisten. Finanztechnologieunternehmen, die technische Lösungen anbieten um Risiken zu identifizieren, Regulierungen zu erfüllen, Produktfunktionen zu verbessern und Herausforderungen des Unternehmenswandels zu managen während sie gleichzeitig Kosten senken sind gut positioniert, um von der steigenden BPO Nachfrage zu profitieren.
- 79. Insbesondere die Cloud Technologie hat das Angebot von BPO Services in den letzten Jahren stark geprägt. Business Process as a Service ("BPaaS") beschreibt dabei das Bereitstellen von BPO Services basierend auf einer Cloud. In der nachstehenden Grafik ist die Umsatzentwicklung des BPaaS Markts für das Segment der Finanzen und Accounting Services dargestellt. Es lässt sich ein

klarer Wachstumstrend bis 2020 erkennen, was gemäß der Technavio Studie "Global Business Process as a Service Market 2016-2020" die stetig steigende Nachfrage nach BPO Services widerspiegelt.



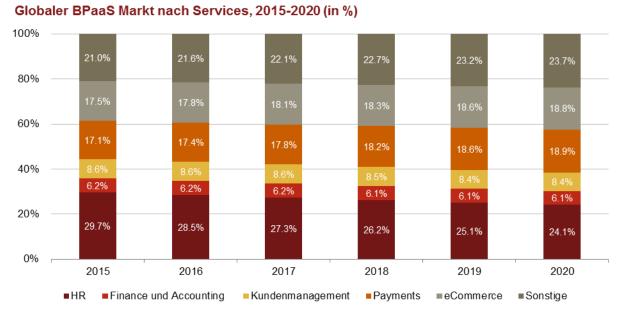
Quelle: Global Business Process as a Service Market 2016-2020, Technavio 2016

- 80. Der Umsatz des globalen BPaaS Marktes für Finanz- und Accounting Services betrug 2015 rd. 2,8 Mrd. USD. Gemäß der Technavio Studie wird erwartet, dass der Umsatz bis 2020 mit einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate ("CAGR") von 11,7% auf rd. 4,8 Mrd. USD steigt. In Folge des Trends zur Digitalisierung und der zunehmenden Erfordernis zur Optimierung von Geschäftsprozessen bietet dieses Geschäftsfeld weiteres Wachstumspotenzial.
- 81. Vergleichbar zum BPaaS Markt für Finanzen und Accounting Services profitiert auch der in der nachfolgenden Grafik dargestellte gesamte BPaaS Markt von der global steigenden Nachfrage nach BPO Services. Der Umsatz soll gemäß der Studie in den Jahren 2016 bis 2020 um jährlich zwischen 11,0% und 13,0% steigen, sodass in 2020 ein Marktvolumen von rd. 78,4 Mrd. USD erreicht wird.



Quelle: Global Business Process as a Service Market 2016-2020, Technavio 2016

82. Bei Betrachtung der prozentualen Verteilung der BPaaS Services auf die unten dargestellten Segmente lässt sich eine nahezu stabile Aufteilung bis 2020 erkennen. Lediglich im Bereich Human Resources wird ein Rückgang um 5,6 Prozentpunkte innerhalb des 5-Jahres-Zeitraums erwartet, wohingegen Payment und eCommerce ein leichtes jährliches Wachstum verzeichnen.



Quelle: Global Business Process as a Service Market 2016-2020, Technavio 2016

e) Online und Mobile Banking

- 83. Weltweit ist ein Anstieg der Nutzung von Softwareprodukten im Bereich Online und Mobile Banking zu erkennen. Die XCOM-Gruppe ist in diesem Bereich mit ihrem Angebot für eBanking Dienstleistungen vertreten und unterstützt dabei sowohl Kunde-zu-Bank als auch Bank-zu-Bank Interaktionen.
- 84. Die Erwartungshaltung der Kunden an ihre Finanzdienstleister verlangt ein zunehmend breiteres Spektrum an Funktionen, die es ermöglichen, jederzeit und an jedem Ort Zugriff auf Finanzdaten und zugehörige Dienstleistungen haben zu können. Ein gesteigertes Vertrauen in die Sicherheit von Online Banking sowie eine Vielzahl an Funktionalitäten Mobile Zahlungen, Tablet Banking, Zahlungen von Person zu Person, sofortige Kontostandsanzeige führen zu einer verstärkten Nachfrage und Nutzung der Produkte.
- 85. Die Verbreitung von Mobile Banking in Europa ist laut der Forrester Studie "Research Digital Banking Forecast 2014 to 2018 (EU-7)" in den letzten Jahren stark gestiegen. Zudem verwaltet bereits eine zunehmende Anzahl von Telefonbesitzern ihre Finanzen auf ihrem Endgerät. So ist der Anteil dieser Nutzer von 41,0% in 2015 auf 47,0% in 2016 angestiegen. Für die kommenden zwölf Monate wird ein Anstieg um weitere 16,0% prognostiziert.
- 86. Es wird ferner erwartet, dass die Anzahl der Personen, die ihr Smartphone oder Tablet für Bankgeschäfte nutzen, deutlich schneller ansteigt als die Anzahl derer, die Online Banking mittels eines PCs nutzen. Wie in der nachfolgenden Abbildung ersichtlich, geht die Forrester Studie für 2018 bereits von 99 bzw. 115 Millionen Nutzern aus.

Digital Banking Nutzer Westeuropa, 2013-2018 (in Mio.)

150

2013
2014
2015
2016
2017
2018

— Online Banking Nutzer

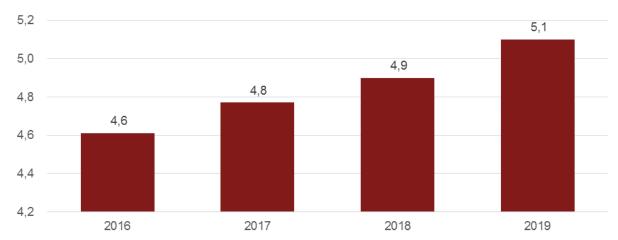
Tablet Banking Nutzer

Mobile Banking Nutzer

Quelle: European Digital Banking Forecast, 2014 to 2018, Forrester 2014

- 87. Trotz des kulturell verankerten Umstands, dass viele Kunden in Westeuropa derzeit noch nicht auf die Möglichkeit verzichten wollen, ihre Bankgeschäfte in einer Filiale abzuwickeln, steigt die Akzeptanz, Transaktionen mittels Online Banking durchzuführen, kontinuierlich an. Im Vergleich zu Kunden, die alle ihre Bankgeschäfte in einer Filiale abwickeln, waren in den vergangenen Jahren zudem die Kundenabgangsraten unter Mobile Banking Nutzern am geringsten.
- 88. Konsumenten, die es gewohnt sind, an Point-of-Sale (POS) Terminals mittels Bankomat- oder Kreditkarte zu bezahlen, neigen verstärkt dazu, Mobile Banking Alternativen zu nutzen. Steigende Nutzung von Kredit- und Bankomatkarten bedeutet im Umkehrschluss erhöhte Umsätze für Finanzinstitute.
- 89. Ein wichtiger Indikator für das weitere Wachstum des Mobile Banking Geschäfts ist die erwartete Entwicklung der Mobiltelefonnutzer, welche in der nachfolgenden Grafik für die Jahre 2016 bis 2019 dargestellt ist.

Anzahl der Mobiltelefonnutzer weltweit, 2016-2019 (in Mrd.)



Quelle: Number of mobile phone users worldwide from 2013 to 2019, Statista 2014

90. Deutlich erkennbar ist das prognostizierte stetige Wachstum der Mobilfunknutzer bis 2019. Die sich gemäß der Daten von Statista ergebende jährliche durchschnittliche Wachstumsrate im Zeitraum 2017 bis 2019 liegt bei 3,1%.

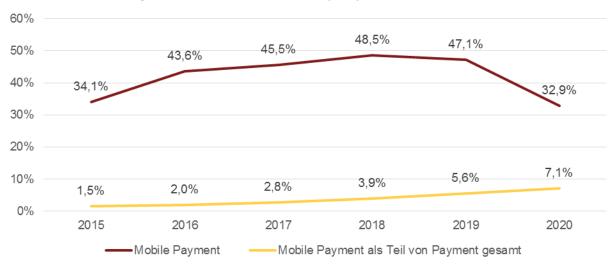
f) Payment

- 91. Die XCOM-Gruppe bietet im Bereich Payment Lösungen für die Abwicklung des Zahlungsverkehrs an. Dabei deckt das Produktportfolio sowohl Privat- als auch Firmenkunden ab und ermöglicht eine effiziente Gestaltung ihrer Zahlungsverkehrsprozesse.
- 92. Da Sicherheit und Datenschutz zu den hauptsächlichen Bedürfnissen der Kunden im Mobile Payment Bereich gehören, liegt der Schwerpunkt auf der kontinuierlichen Weiterentwicklung und Verbesserung der Sicherheit dieser Systeme und Anwendungen. Durch die Integration von Au-

thentifizierungsprogrammen in Mobile Payment Dienstleistungen soll der Sicherheitsstandard weiter erhöht werden.

93. In der nachfolgenden Grafik wird gemäß der Studie "Worldwide Consumer Mobile Payments Forecast, 2015-2020" der International Data Corporation ("IDC") das prognostizierte Wachstum des Mobile Payment Marktes in den Jahren 2015 bis 2020 und zudem die Entwicklung des Anteils des Mobile Payment Marktes am gesamten Payment Markt dargestellt.

Globales Mobile Payment Wachstum, 2015-2020 (in %)



Quelle: Worldwide Consumer Mobile Payments Forecast 2015-2020, IDC 2015

94. Das prognostizierte jährliche Wachstum des Mobile Payment Marktes in den Jahren 2015 bis 2018 verläuft innerhalb einer Bandbreite von 34,1% bis 48,5%, für die dann nachfolgenden Jahre wird ein Rückgang der Wachstumsrate auf 47,1% (2019) und 32,9% (2020) erwartet. Dies entspricht einem jährlich durchschnittlichen Wachstum von 43,4% in den Jahren 2015 bis 2020. Es wird erwartet, dass das Transaktionsvolumen des Mobile Payment Marktes in 2020 ca. 3,8 Bio. USD erreicht. Dabei steigt der Anteil des Mobile Payment Marktes am gesamten Payment Markt von 1,5% in 2015 auf 7,1% in 2020.

- Fazit -

95. Insgesamt bieten sich aufgrund des prognostizierten Wirtschaftswachstums in Deutschland und der EU im Allgemeinen sowie in Bezug auf den FinTech-Markt im Speziellen weitere Wachstumspotenziale für die XCOM-Gruppe. Dabei ist jedoch sowohl zwischen den einzelnen Geschäftsfeldern als auch bezüglich des regionalen Fokus zu differenzieren. Während vergleichsweise junge Technologien wie Mobile Payment noch erhebliches Wachstumspotenzial bieten, hat der vor allem für die biw relevante Online-Tradingmarkt – insbesondere auch in Deutschland – eine vergleichsweise höhere Marktreife erreicht. Aufgrund der regionalen Ausrichtung der XCOM-Gruppe wird die Gesellschaft daher nur in eingeschränktem Maße am globalen Wachstum partizipieren können.

3. Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

a) Vorbemerkungen

- 96. Die Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage haben wir zunächst auf Basis des geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk testierten Konzernabschlusses der XCOM AG nach HGB für das Geschäftsjahr 2014 sowie auf Basis der vom Management der Gesellschaft erstellten Teilkonzernabschlüsse für die XCOM AG nach HGB für die Geschäftsjahre 2015 und 2016 durchgeführt.
- 97. Aufgrund der unterschiedlichen Geschäftstätigkeiten in den beiden Geschäftsbereichen der Gesellschaft (XCOM und biw) und aufgrund der damit einhergehenden unterschiedlichen Chancen- und Risikoprofile haben wir für Zwecke der Bewertung der XCOM AG als Ganzes auf eine "sum of the parts"-Bewertung zurückgegriffen, bei der sich der Unternehmenswert der XCOM AG aus der Summe der Unternehmenswerte der beiden Geschäftsbereiche XCOM und biw zuzüglich Sonderwerte ergibt. Synergien, die sich durch das Zusammenwirken dieser beiden Geschäftsbereiche innerhalb der XCOM-Gruppe ergeben, wurden im Rahmen der Planungen berücksichtigt.
- 98. Die Bewertung auf Basis der beiden Geschäftsbereiche erfordert eine jeweils eigenständige Geschäftsbereichs-Planung. Wir haben diese Planungen in Abstimmung mit dem Management der Gesellschaft auf Basis der den einzelnen Geschäftsbereichen zugeordneten Gesellschaften bzw. der für die jeweiligen Gesellschaften bestehenden Unternehmensplanungen abgeleitet (siehe Abschnitt D.I.1).
- 99. Nachdem der Bewertung der einzelnen Geschäftsbereiche die jeweilige Geschäftsbereichs-Planung zugrunde liegt, welche die zukünftige Ertragslage beschreibt, ist es für die Zwecke einer besseren Vergleichbarkeit sachgerecht, auch die in der Vergangenheit bestehende Ertragslage für die beiden Geschäftsbereiche gesondert darzustellen. Neben der Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage für die XCOM-Gruppe haben wir daher auch die Ertragslage in der Vergangenheit für die beiden Geschäftsbereiche XCOM und biw separat dargestellt. Im Zuge dessen haben wir auch die uns vorliegenden Prüfungsberichte zu den testierten und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschlüssen nach HGB für die XCOM AG, die biw AG und die ViTrade GmbH als wesentliche operativ tätige Gesellschaften innerhalb der beiden Geschäftsbereiche zugrunde gelegt.
- 100. Nachdem sowohl die Darstellung der Ertragslage der beiden Geschäftsbereiche in der Vergangenheit als auch die Darstellung der jeweiligen Geschäftsbereichs-Planung auf den Planungen der einzelnen Gesellschaften aufsetzt, ergibt sich in der Addition der Umsatzerlöse beider Geschäftsbereiche eine Differenz gegenüber den Umsatzerlösen, die für die gesamte XCOM-Gruppe ausgewiesen werden. Diese Differenz stellt einen Mehrausweis an Umsatzerlösen dar, der auf Geschäftsbeziehungen zwischen den Geschäftsbereichen XCOM und biw zurückzuführen ist. Im Wesentlichen

handelt es sich dabei um Nutzungs-/Wartungsgebühren für die IT-Systeme, die Grundgebühr für das Banksystem sowie Entwicklungsleistungen. Bei der Addition auf Ergebnisebene ergeben sich keine Differenzen, da den Erträgen die Aufwendungen entsprechend gegenüberstehen. Insofern war es uns möglich, den bewertungsrelevanten Zahlungsstrom für beide Geschäftsbereiche sachgerecht aus den vorliegenden Planungsrechnungen abzuleiten.

b) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der XCOM-Gruppe

- 101. Die nachfolgende Darstellung der Vermögens- und Finanzlage der XCOM-Gruppe orientiert sich an der Bilanzgliederung, wie sie in den vom Management zur Verfügung gestellten Teilkonzernabschlüssen für die Jahre 2015 und 2016 widergegeben ist. Darauf aufbauend wurden die einzelnen Bilanzposten, wie sie sich im Konzernabschluss der XCOM-Gruppe für das Jahr 2014 darstellen, soweit möglich zugeordnet. Ein gewisser Versatz zwischen den einzelnen Bilanzposten verbleibt für die Übergangsjahre 2014 und 2015.
- 102. Die Bilanz der XCOM-Gruppe beinhaltet unter Berücksichtigung von Konsolidierungen im Wesentlichen die Vermögenswerte und Schulden der XCOM AG, der biw AG und der ViTrade GmbH sowie das Eigenkapital als Residualgröße.
- 103. Die Bilanz der XCOM-Gruppe stellt sich im Überblick für die Jahre 2014-2016 wie folgt dar:

Bilanz zum 31. Dezember in Mio. EUR	1ST 2014	in % der BS	1ST 2015	in % der BS	IST 2016	in % der BS
Immaterielle Vermögenswerte	4,1		2,4		0,8	
Sachanlagen	5,5		4,5		4,2	
Finanzanlagen und andere Vermögenswerte ¹	214,4		2,4		3,6	
Langfristige Vermögenswerte	224,0	23%	9,4	1%	8,5	1%
Vorräte und unfertige Leistungen	0,9		1,1		0,7	
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	436,8		6,7		14,5	
Sonstige Forderungen	-		16,9		17,9	
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte ²	11,9		575,6		1.058,9	
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	280,0		521,1		386,8	
Kurzfristige Vermögenswerte	729,7	77%	1.121,4	99%	1.478,9	99%
Aktiva	953,7	100%	1.130,8	100%	1.487,4	100%
Gezeichnetes Kapital	0,5		0,5		0,5	
Kapitalrücklage ³	16,0		30,9		29,3	
Gewinnrücklagen ⁴	9,0		10,8		26,3	
Eigenkapital	25,5	3%	42,2	4%	56,1	4%
Langfristige Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	4,7		1,4		1,3	
Langfristige Verbindlichkeiten ggü. Nicht-Banken ⁵	0,3		-		-	
Verpflichtungen aus Pensionen	0,6		0,7		0,6	
Langfristige Schulden	5,6	1%	2,1	0%	1,9	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	886,8		3,8		7,0	

22,9

7,8

5,2

922,7

953,7

97%

100%

996,6

68,0

7,6

10,2

0,2

96%

100%

1.086,5

1.130,8

1.341,3

58,1

15,4

6,6

0,9

1.429,3

1.487,4

96%

100%

- 1 inkl. Wertpapiere, mittel- und langfristige Ausleihungen sowie sonstige mittel- und langfristige Posten
- $2\quad \text{inkl. Wertpapiere sowie sonstige kurzfristige Posten}\\$
- 3 inkl. Kapitalrücklage sowie passiver Unterschiedsbetrag aus der Kapitalkonsolidierung
- 4 inkl. Gewinnrücklage, Gewinnvortrag sowie Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag
- 5 inkl. sonstige langfristige Rückstellungen
- 6 inkl. erhaltenen Anzahlungen sowie sonstige kurzfristige Posten

Quelle: XCOM AG, PwC Analyse

Verbindlichkeiten ggü. Kunden

Steuerrückstellungen

Sonstige Rückstellungen

Kurzfristige Schulden

Passiva

Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten

Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten⁶

XCOM-Gruppe

104. Die Bilanzsumme im Jahr 2014 beläuft sich auf 953,7 Mio. EUR. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Bilanz der XCOM-Gruppe die Vermögenswerte und Schulden der biw AG beinhaltet, die eine "bankentypisch" hohe Bilanzsumme und eine entsprechende Bilanzstruktur mit einem hohen Anteil an Fremdkapital aufweist. Auch der im Zeitablauf für die XCOM-Gruppe zu beobachtende Anstieg der Bilanzsumme auf 1.487,4 Mio. EUR im Jahr 2016 ist im Wesentlichen auf Veränderungen in der Bilanz der biw AG zurückzuführen.

- 105. Auf der Aktivseite der Bilanz der XCOM-Gruppe steht der Anstieg der Bilanzsumme im Zusammenhang mit einer Ausweitung des Kreditgeschäfts bei der biw AG. Dort war im Jahr 2015 ein Anstieg des Bruttogesamtkreditvolumens von 900,2 Mio. EUR (2014) auf 1.080,4 Mio. EUR (2015) und im Jahr 2016 auf 1.495,0 Mio. EUR zu verzeichnen. Die größten Kreditpositionen stellen dabei Guthaben bei Zentralnotenbanken und Forderungen gegenüber Kunden dar. Das Guthaben bei Zentralnotenbanken (im Wesentlichen bei der Deutschen Bundesbank), das bei der biw AG als Bestandteil der Barreserve ausgewiesen wird, erklärt den hohen Bestand an Zahlungsmitteln, der für die XCOM-Gruppe zu beobachten ist. Die Veränderung dieses Guthabens von 219,0 Mio. EUR (2014) über 411,7 Mio. EUR (2015) auf 178,3 Mio. EUR (2016) erklärt im Wesentlichen den vorrübergehenden Anstieg der Zahlungsmittel, der für die XCOM-Gruppe ausgewiesen wird. Der für die XCOM-Gruppe zu beobachtende deutliche Rückgang bei den Finanzanlagen und anderen Vermögenswerten im Jahr 2015 steht im Wesentlichen im Zusammenhang mit dem Verkauf von Wertpapieren bei der biw AG zugunsten einer höheren Begebung von Kommunalkrediten. Auch der Rückgang der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen im Jahr 2015 gegenüber dem Vorjahr und der Anstieg der sonstigen kurzfristigen Vermögenswerte hängen unmittelbar mit den Kommunalkrediten bei der biw AG zusammen. Diese wurden im Jahr 2014 für die Zwecke der Erstellung des Konzernabschlusses noch unter den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, in der Gliederung der Teilkonzernabschlüsse für 2015 (und 2016) aber unter den sonstigen kurzfristigen Vermögenswerten ausgewiesen. Die Veränderung dieses Postens im Jahr 2016 ist auf den Anstieg der von der biw AG gehaltenen zur Veräußerung verfügbaren finanziellen Vermögenswerte zurückzuführen, die in diesem Jahr um 384,3 Mio. EUR ansteigen.
- 106. Auch die Passivseite der Bilanz der XCOM-Gruppe ist im Wesentlichen durch die Verbindlichkeiten der biw AG geprägt. Der Rückgang der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen im Jahr 2015 auf der einen Seite und der Anstieg der Verbindlichkeiten gegenüber Kunden auf der anderen Seite ist analog zu der bereits erläuterten Umgliederung bei den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen durch die unterschiedliche Gruppierung der Verbindlichkeiten in der Konzernbilanz 2014 bzw. im Teilkonzernabschluss 2015 (und 2016) zu erklären. Der Anstieg der Verbindlichkeiten gegenüber Kunden von 996,6 Mio. EUR im Jahr 2015 auf 1.341,3 Mio. EUR im Jahr 2016, wie er für die XCOM-Gruppe zu beobachten ist, ergibt sich im Zusammenhang mit dem Anwachsen dieses Postens in nahezu identischer Höhe bei der biw AG.
- 107. Der beobachtbare Anstieg im Eigenkapital der XCOM-Gruppe von 25,5 Mio. EUR im Jahr 2014 auf 42,2 Mio. EUR im Jahr 2015 ist zu einem großen Teil auf die Veränderung der Kapitalrücklage bei der XCOM AG zurückzuführen. Diese steigt aufgrund der Kapitalerhöhung vom Dezember 2015 von 15,7 Mio. EUR (2014) auf 26,0 Mio. EUR (2015) an. Der weitere Anstieg des Eigenkapitals der XCOM-Gruppe von 42,2 Mio. EUR (2015) auf 56,1 Mio. EUR (2016) ist auf den Anstieg der Gewinnrücklagen zurückzuführen, die im Jahr 2016 aufgrund des von der XCOM AG bzw. biw AG erzielten Jahresüberschusses von 8,5 Mio. EUR bzw. 6,0 Mio. EUR anwachsen.

- 108. Die dargestellte Veränderung der einzelnen Posten der Bilanz der XCOM-Gruppe erklärt sich im Wesentlichen auch durch die ertrags- und aufwandswirksamen Geschäftsvorfälle, die ihren Niederschlag in der nachfolgend dargestellten Gewinn- und Verlustrechnung der XCOM-Gruppe finden. Für Erläuterungen betreffend die Ertragslage der XCOM-Gruppe in der Vergangenheit verweisen wir auf die folgenden Abschnitte, in denen die Ertragslage für die beiden Geschäftsbereiche XCOM und biw erläutert wird. Aufgrund des bereits für die Bilanz beschriebenen Umbruchs im Zuge der Erstellung des befreienden Konzernabschlusses durch die FinTech Group AG ab dem Jahr 2015 beschränken wir uns im Folgenden auf die Darstellung der Ertragslage für die beiden Geschäftsbereiche in den Jahren 2015 und 2016.
- 109. Die Gewinn-und Verlustrechnung der XCOM-Gruppe stellt sich für den Vergangenheitszeitraum wie folgt dar:

XCOM-Gruppe Gewinn- und Verlustrechnung in Mio. EUR	IST 2014	IST 2015	IST 2016
Umsatzerlöse	67,0	80,7	87,5
Materialaufwand	(28,7)	(33,3)	(33,8)
Personalaufwand	(25,8)	(24,0)	(17,7)
Sonstiger betrieblicher Aufwand	(13,3)	(16,0)	(12,0)
Wertminderung Finanzanlagen	(1,6)	-	-
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	(2,3)	7,4	24,1
Abschreibungen auf Vermögenswerte	(3,5)	(3,7)	(3,4)
Operatives Ergebnis (EBIT)	(5,8)	3,7	20,7
Finanzergebnis	6,2	(2,9)	(0,9)
Ergebnis vor Steuern (EBT)	0,4	0,9	19,8
Steuern vom Einkommen und Ertrag	(1,6)	(2,0)	(5,4)
Ergebnis nach Steuern (EAT)	(1,2)	(1,1)	14,4

Quelle: XCOM AG, PwC Analyse

c) Ertragslage im Geschäftsbereich XCOM

110. Die Ertragslage des Geschäftsbereichs XCOM stellt sich im Betrachtungszeitraum der Jahre 2015 und 2016 wie folgt dar:

Geschäftsbereich XCOM Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2015	2016
Umsatzerlöse IT-Geschäft	29,2	30,5
Provisionserträge	-	0,0
Zinserträge	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	5,6_	3,2
Umsatzerlöse	34,9	33,7
Aufwand IT-Geschäft	(5,0)	(4,8)
Provisionsaufwand	(0,1)	(0,1)
Zinsaufwand	(0,0)	(0,1)
Sonstiger betrieblicher Aufwand	(3,7)	(1,8)
Materialaufwand	(8,8)	(6,7)
Deckungsbeitrag I	26,1	27,0
Personalaufwand	(16,1)	(10,6)
Sonstige betr. Aufwendungen	(4,7)	(4,0)
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	5,3	12,4
Abschreibungen auf Vermögenswerte	(3,2)	(2,9)
Operatives Ergebnis (EBIT)	2,1	9,5
Übrige Finanz-/Zinserträge	0,4	0,5
Übrige Finanz-/Zinsaufwendungen	(2,6)	(0,4)
Finanzergebnis	(2,2)	0,1
Ergebnis vor Steuern (EBT)	(0,1)	9,6

Quelle: XCOM AG, PwC-Analyse

- 111. Ausgehend von einem Umsatzniveau i.H.v. 34,9 Mio. EUR in 2015 verzeichnete der Geschäftsbereich XCOM im Jahr 2016 einen Rückgang der Umsatzerlöse um 3,4 % auf 33,7 Mio. EUR. Innerhalb der Umsatzerlöse entwickelte sich die größte Position, die Umsatzerlöse aus dem IT-Geschäft, mit einer Wachstumsrate von 4,5% leicht ansteigend. Die in Form von Provisions- und Zinserträgen erfassten Umsatzerlöse sind demgegenüber unwesentlich. Der Rückgang der Umsatzerlöse insgesamt war damit im Wesentlichen auf die Verringerung sonstiger betrieblicher Erträge von 5,6 Mio. EUR in 2015 auf 3,2 Mio. EUR in 2016 zurückzuführen. Ursächlich für diesen Rückgang war ein außerordentlicher Erlös aus einem Anlagenverkauf, der im Jahr 2015 diesen Posten einmalig um 1,8 Mio. EUR erhöht hatte. Diesem Erlös steht die Ausbuchung des Restbuchwerts dieses Anlagevermögens i.H.v. ebenfalls 1,8 Mio. EUR gegenüber, die als sonstiger betrieblicher Aufwand erfasst wurde.
- 112. Die Erträge aus dem IT-Geschäft als größter Posten innerhalb der Umsatzerlöse wurden im Wesentlichen durch für die biw AG erbrachte IT-Dienstleistungen erzielt. Der korrespondierende Aufwand für diese Dienstleistungen belief sich im Jahr 2015 auf 5,0 Mio. EUR. Zusammen mit dem

hier erfassten umsatzbezogenem sonstigen betrieblichen Aufwand von 3,7 Mio. EUR einschließlich des Aufwands infolge des oben beschriebenen Anlagenabgangs i.H.v. 1,8 Mio. EUR sowie hier erfassten kleineren Beträgen an Provisions- und Zinsaufwand ergab sich ein Materialaufwand von 8,8 Mio. EUR. Das sich als "Deckungsbeitrag I" einstellende Ergebnis belief sich danach auf 26,1 Mio. EUR. Bezogen auf die Umsatzerlöse aus dem IT-Geschäft des Jahres 2015 entsprach dies einer Marge von 89,4%.

- 113. Im Jahr 2016 stand den Umsatzerlösen aus dem IT-Geschäft ein gegenüber dem Jahr 2015 um 3,3% leicht rückläufiger Aufwand von 4,8 Mio. EUR gegenüber. Vor dem Hintergrund, das die Umsatzerlöse aus dem IT-Geschäft leicht angestiegen sind, resultierte aus diesen Effekten eine leichte Margenverbesserung. Weiterhin verringerte sich der hier erfasste sonstige betriebliche Aufwand gegenüber dem Vorjahr deutlich auf 1,8 Mio. EUR. Zusammen mit auch in diesem Jahr unwesentlichen hier erfassten Beträgen an Provisions- und Zinsaufwand ergab sich im Jahr 2016 ein Materialaufwand von 6,7 Mio. EUR. Der sich ergebende "Deckungsbeitrag I" i.H.v. 27,0 Mio. EUR repräsentierte eine sich im Verhältnis zu den Umsatzerlösen aus dem IT-Geschäft ergebende Marge von 88,4%. Werden nur die Umsätze und Aufwendungen aus dem IT-Geschäft zugrunde gelegt, ergab sich im Zeitablauf eine nahezu unveränderte Marge von 83,0% (2015) bzw. 84,3% (2016).
- 114. Bei den im Geschäftsbereich XCOM anfallenden Personalkosten ergab sich im Betrachtungszeitraum ein Rückgang von 16,1 Mio. EUR in 2015 auf 10,6 Mio. EUR in 2016. Dies war im Wesentlichen auf die einmalige Auflösung von Rückstellungen für Gehaltskosten, Bonuszahlungen und Tantiemen sowie auf gesunkene Gehaltskosten zurückzuführen. Auskunftsgemäß konnte außerdem die Personalproduktivität der XCOM AG zwischen 2015 und 2016 gesteigert werden, d.h. die erbrachte Gesamtleistung konnte mit einem vergleichsweise geringeren Mitarbeitereinsatz erbracht werden.
- 115. Die sonstigen nicht-umsatzbezogenen betrieblichen Aufwendungen umfassen insbesondere Raumkosten, Werbe- und Reisekosten, Kfz-Kosten, Versicherungen, Beiträge und Abgaben, Telekommunikationskosten sowie Rechts- und Beratungskosten. In 2016 wurden Rechtstreitigkeiten innerhalb des Personalbereichs beendet. Gegenüber dem Vorjahr führte dies zu um rd. 0,5 Mio. EUR rückläufigen Rechts- und Beratungskosten. Damit ergab sich ein Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 4,7 Mio. EUR (2015) auf 4,0 Mio. EUR (2016).
- 116. Ausgehend von dem "Deckungsbeitrag I" ergab sich unter Berücksichtigung des Personalaufwands und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in den Jahren 2015 bzw. 2016 ein EBITDA von 5,3 Mio. EUR bzw. 12,4 Mio. EUR. Damit einher ging eine auf dieser Ebene erzielte deutliche Verbesserung der Marge im Verhältnis zu den Umsatzerlösen von 18,1% auf 40,7%, wobei dieser Anstieg ganz überwiegend auf die beschriebenen einmaligen Effekte zurückzuführen war.

- 117. Die Abschreibungen auf Vermögenswerte sanken im Zeitablauf von 3,2 Mio. EUR (2015) auf 2,9 Mio. EUR (2016). Dies war im Wesentlichen durch zeitlich verzögerte Investitionen bei der XCOM AG zu erklären. Die sich auf dieser Ebene einstellende nochmals weitergehende Margenverbesserung ist insofern ebenfalls als einmaliger und damit nicht nachhaltiger Effekt aufzufassen. Zu einer verbesserten Marge trägt auch der gestiegene Anteil geleaster Vermögenswerte im Verhältnis zu dem gesamten Sachanlagevermögen bei.
- 118. Die Veränderung des Finanzergebnisses von -2,2 Mio. EUR auf 67,1 Tsd. EUR im Zeitraum 2015-2016 war auf das Inkrafttreten des Bilanzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes (BilRUG) und die dadurch geringere erforderliche Zuführung in Folge des höheren Rechnungszinses zurückzuführen.
- 119. Insgesamt konnte im Geschäftsbereich XCOM in Folge der dargestellten Entwicklung in 2016 ein gegenüber dem Vorjahr deutlich verbessertes Ergebnis erzielt werden. Das EBT stieg von 0,1 Mio. EUR in 2015 auf 9,6 Mio. EUR in 2016.

Bereinigung der Ertragslage -

120. Um eine Vergleichbarkeit der operativen Ergebnisse der Vergangenheit mit den Planzahlen der Unternehmensprognose zu ermöglichen, sind außerordentliche, einmalige und periodenfremde Ergebniseffekte zu bereinigen. Nachfolgend sind die von uns für den Geschäftsbereich vorgenommenen Bereinigungen auf der Ebene des EBITDA dargestellt:

XCOM
Bereinigung des Ergebnisses vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBITDA)

in TEUR	2015	2016
Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen - EBITDA	5.290	12.405
Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen	(400)	(3.146)
Buchgewinne aus Anlagenabgängen	(1.883)	(17)
Erträge aus Schadenersatzleistungen	(31)	(15)
Zuschüsse	(11)	(15)
Herabsetzung von Wertberichtigungen auf Forderungen	(1)	(11)
Anpassung von Pensionsverpflichtungen	(76)	-
Buchverluste aus Anlagenabgängen	1.789	
Abfindungen	1.166	291
Wertberichtigung auf Forderungen und Forderungsverluste	1	-
Kursgewinne Arbitrage	(2.217)	(2.365)
Kosten aus Wertpapierhandel	1.100	1.109
Kursverluste Arbitrage	353	479
Summe Bereinigungen	(210)	(3.690)
Bereinigtes EBITDA	5.080	8.715
Umsatzerlöse XCOM	29.209	30.515
EBITDA-Marge	18,1%	40,7%
EBITDA-Marge, bereinigt	17,4%	28,6%

Quelle: XCOM AG, PwC-Analyse

- Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen für Gehaltskosten, Bonuszahlungen und Tantiemen wurden als einmalig klassifiziert und entsprechend bereinigt.
- Abfindungszahlungen an ausgeschiedene Mitarbeiter der XCOM AG haben wir ebenfalls als einmalig aufgefasst und bereinigt.
- Weitere kleinere außerordentliche Effekte aus Anlageabgängen, Schadenersatzleistungen, Zuschüssen, dem Dienstzeitaufwand aus geänderter Bewertung der Pensionsverpflichtungen, der Wertberechtigung auf Forderungen und Forderungsverluste wurden ebenso bereinigt.
- Ferner haben wir die Effekte aus dem Arbitragehandel bereinigt. Im Geschäftsjahr 2017 wurde das Arbitragegeschäft von dem Geschäftsbereich XCOM auf den Geschäftsbereich biw übertragen. Für eine bessere Vergleichbarkeit zwischen der in der Vergangenheit bestehenden bzw.

- der für die Zukunft erwarteten Ertragslage haben wir deshalb das Ergebnis aus dem Arbitragehandel für die zwei Vergangenheitsjahre von der XCOM in die biw umgegliedert.
- 121. Die in 2015 und in 2016 erzielte bereinigte EBITDA-Marge im Geschäftsbereich XCOM liegt damit bei 17,4% bzw. 28,6%. Die durchschnittliche in der Vergangenheit erzielte EBITDA-Marge beträgt dementsprechend 23,0%.

d) Ertragslage im Geschäftsbereich biw

122. Nachfolgend ist die Ertragslage der biw für die Jahre 2015 und 2016 dargestellt. Im Gegensatz zur Planungsrechnung sind in den Vergangenheitszahlen auch die Ergebnisbestandteile der XCOM Finanz GmbH enthalten, die jedoch einen zu vernachlässigenden Einfluss auf die Ergebnisentwicklung der biw hat (Jahresüberschuss 0,0 Mio. EUR in 2015 und 0,2 Mio. EUR in 2016).

Geschäftsbereich biw Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2015	2016
Umsatzerlöse IT-Geschäft	0,1	0,0
Provisionserträge	53,4	59,2
Zinserträge	4,4	4,5
Sonstige betriebliche Erträge	(1,5)	7,0
Umsatzerlöse	56,4	70,7
Aufwand IT-Geschäft	(1,5)	(1,6)
Provisionsaufwand	(24,4)	(24,7)
Zinsaufwand	(8,0)	(1,3)
Sonstiger betrieblicher Aufwand	(1,0)	(4,9)
Materialaufwand	(27,8)	(32,4)
Deckungsbeitrag I	28,6	38,3
Personalaufwand	(8,3)	(6,9)
Sonstige betr. Aufwendungen	(19,2)	(19,6)
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	1,2	11,9
Abschreibungen auf Vermögenswerte	(0,5)	(0,5)
Operatives Ergebnis (EBIT)	0,6	11,4
Übrige Finanz-/Zinserträge	0,0	0,0
Übrige Finanz-/Zinsaufwendungen	(0,7)	(1,0)
Finanzergebnis	(0,6)	(1,0)
Ergebnis vor Steuern (EBT)	(0,0)	10,4

Quelle: XCOM AG, PwC Analyse

- 123. In den Umsatzerlösen IT-Geschäft sind Erlöse aus der Ausrichtung von kostenpflichtigen Trading-Seminaren abgebildet. Diese auf geringem Niveau liegenden Erträge waren im Jahresvergleich 2015 / 2016 bereits rückläufig (-30,8%) und sind für die Folgejahre nicht weiter relevant.
- 124. Die Provisionserträge der biw steigen von 53,4 Mio. EUR im Jahr 2015 auf 59,2 Mio. EUR in 2016, was einem Wachstum von 10,9% entspricht. Ursächlich hierfür ist im Wesentlichen die im Jahres-

vergleich um 19,6% gestiegene Anzahl abgewickelter Trades, welche sich insbesondere in den von Premiumpartnern erhaltenen Provisionszahlungen widerspiegelt. In 2016 war eine fortgesetzte Verschiebung des Orderflows zu Premiumpartnern zu erkennen, wodurch in diesem Segment die Provisionserträge von 1,6 Mio. EUR in 2015 auf 7,3 Mio. EUR in 2016 stiegen, wohingegen die von Kunden direkt an die biw-Gesellschaften gezahlten Orderprovisionen im Jahresvergleich um 1,7 Mio. EUR rückläufig waren. Hinzu kommen positive Ergebniseffekte aus der Geschäftsausweitung mit dem Produkt auxmoney sowie dem Start neuer Produkte/ Kooperationen (u.a. Equatex, Crosslend, Whitebox, Savedo und Zinspilot). Ebenfalls im Provisionsertrag erfasste Kursgewinne aus Wertpapiergeschäften der KochBank lagen um 2,0 Mio. EUR über dem Vorjahr. Weiterhin konnten aus dem in 2016 neu aufgebauten Kreditportfolio der biw Provisionserträge (u.a. Darlehensgebühren, Bearbeitungsentgelte) in Höhe von 0,5 Mio. EUR generiert werden. Gegenläufige Effekte ergaben sich u.a. aus dem Geschäft mit der CeFDex AG bzw. der Commerzbank AG, bei dem die Provisionserträge (insbesondere wegen des CFD-Handels) im Jahresvergleich um 1,3 Mio. EUR zurückgingen. Zudem waren die Provisionserträge der BankM um 0,2 Mio. EUR sowie im Bereich Payment aufgrund eines neuen Kooperationsvertrages mit der Prosegur GmbH um 0,3 Mio. EUR rückläufig.

- 125. In einem weiterhin durch niedrige Kapitalmarktzinsen geprägten Umfeld konnten die Zinserträge im Jahresvergleich 2015/2016 nur marginal um 1,3% gesteigert werden. Positive Effekte auf Ebene der biw AG ergaben sich u.a. aus dem Kreditgeschäft (im Wesentlichen Lombard- und flex-Kredite, vergebene Unternehmenskredite/Kreditlinien sowie Organkredite an die FinTech Group AG) in Höhe von insgesamt +1,2 Mio. EUR gegenüber dem Vorjahr sowie dem weiteren Ausbau des Factoringgeschäfts (+0,1 Mio. EUR ggü. dem Vorjahr). Zudem leistete das in 2016 neu aufgebaute Konsortialkreditgeschäft einen geringfügig positiven Ergebnisbeitrag. Dem stehen negative Effekte, u.a. aus dem Kommunalkreditgeschäft entgegen, welches aufgrund der Absenkung der Zinssätze von 0,15% im Januar 2016 auf 0,04% im Dezember 2016 einen Minderertrag von 0,7 Mio. EUR ggü. dem Vorjahr erwirtschaftete. Zudem führten Anleihenverkäufe zu einer Minderung des Zinsertrages um 0,5 Mio. EUR.
- 126. Die sonstigen betrieblichen Erträge, welche im Wesentlichen die Erträge aus Weiterbelastungen von Fremdkosten an Dritte (z.B. Kosten für die externe Wartung von Geldautomaten) abbilden, werden im Jahresvergleich insbesondere durch Einmaleffekte beeinflusst und stiegen infolgedessen um insgesamt 8,5 Mio. EUR. In 2015 wurde hier die Bildung einer Einzelwertberichtigung auf das HETA-Engagement der Bank in Höhe von 3,8 Mio. EUR abgebildet, welche im Folgejahr erfolgswirksam in selber Höhe aufgelöst wurde.
- 127. Verglichen mit dem Provisionsertrag nahm der Provisionsaufwand im Jahresvergleich 2015/2016 deutlich unterdurchschnittlich um lediglich 0,9% zu. Steigenden Provisionsaufwendungen auf Ebene der biw AG, beispielsweise aufgrund erhöhter Rückvergütungen an die flatex GmbH im Zusammenhang mit dem Premiumpartner Tradegate, stehen rückläufige Aufwendungen, z.B. aus

- dem Geschäft mit der CeFDex bzw. der Commerzbank (-0,9 Mio. EUR ggü. dem Vorjahr) gegenüber.
- 128. Der Zinsaufwand steigt von 0,8 Mio. EUR in 2015 auf 1,3 Mio. EUR in 2016. Ursächlich hierfür waren insbesondere der Ausbau des Kreditgeschäfts und die damit in Zusammenhang stehenden erhöhten Auskehrungen an die Vertriebspartner (flatex GmbH).
- 129. Der umsatzbezogene sonstige betriebliche Aufwand des Jahres 2016 liegt mit 4,9 Mio. EUR deutlich über dem Vergleichswert des Vorjahres (1,0 Mio. EUR). Dies ist im Wesentlichen auf eine Auflösung von Vorsorgereserven nach §340g HGB (Fonds für allgemeine Bankrisiken) in Höhe von 1,3 Mio. EUR im Jahr 2015 sowie auf erhöhte Aufwendungen im Wertpapiergeschäft der Koch-Bank (+1,8 Mio. EUR ggü. dem Vorjahr) zurückzuführen.
- 130. Der Personalaufwand fällt im Jahresvergleich 2015/2016 von 8,3 Mio. EUR um 17,0% auf 6,9 Mio. EUR. Dies ist trotz eines Anstiegs der Gehaltszahlungen (+0,5 Mio. EUR für neun neue Mitarbeiter der biw AG) insbesondere auf die gegenüber dem Vorjahr verminderten Tantiemen und Sondervergütungen sowie eine in 2015 erfolgte Abfindungszahlung von 0,8 Mio. EUR für ehemalige Vorstände zurückzuführen. Hinzu kommt die personalaufwandsmindernde Auslagerung von Stabstellen auf die FinTech Group AG (siehe hierzu Tz. 132). Ebenfalls im Personalaufwand der biw AG erfasst sind Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen, welche um 0,8 Mio. EUR über dem Vorjahr liegen. Diese betreffen u.a. Rückstellungen für Abfindungs-, Tantieme- und Bonizahlungen, Rechtsanwaltskosten sowie Rückbaukosten und Rückstellungen, welche für eine potenzielle Inanspruchnahme im Zusammenhang mit dem Insolvenzverfahren der Systaic AG gebildet wurden.
- 131. Die sonstigen nicht-umsatzbezogenen betrieblichen Aufwendungen (im Wesentlichen Marketingund Werbekosten, Raumkosten, EDV- und Telekommunikationskosten, Rechts- und Beratungskosten, Beiträge und Gebühren sowie sonstige Kosten) liegen in 2016 mit 19,6 Mio. EUR um 0,4 Mio. EUR (2,2%) über dem Niveau des Vorjahres. In 2015 wurde hier eine Zuführung zu den Rückstellungen für den Rückbau des Hauses Broich in Höhe von 0,2 Mio. EUR ergebniswirksam berücksichtigt. Außerdem hatte die ViTrade GmbH in 2015 deutlich erhöhte Werbekosten, u.a. im Zusammenhang mit der Einführung des Produktes "benk" (+0,4 Mio. EUR ggü. Vorjahr). Gleichfalls lagen bei der biw AG die Werbekosten, insbesondere aufgrund der Neuproduktbewerbung des Handy-Bezahlsystems "kesh" sowie eines gegenüber 2016 verstärkten Engagements im Sportsponsoring, um 0,3 Mio. EUR über dem 2016er Niveau. Aufwandsmindernd wirkten sich zudem um 0,3 Mio. EUR verminderte Rechts- und Beratungskosten aus (in 2015 insbesondere erhöhte Kosten wegen diverser Klageverfahren sowie Rückstellungen für arbeitsrechtliche Beratung und Rechtsstreitigkeiten).

- 132. Dem stehen erhöhte Belastungen in 2016 u.a. aufgrund neuer, ab dem 01. April 2016 gültiger Rahmenvereinbarungen mit der XCOM AG für den Betrieb, Softwarewartung und -pflege sowie eine Nutzungsgebühr für die Software Banksystem mit einem Nettoeffekt von insgesamt rd. 0,8 Mio. EUR entgegen. Hinzu kommt eine in 2016 erhöhte Personalkostenweiterbelastung der FinTech Group AG für die Auslagerung der Funktionseinheiten Compliance, Recht, Meldewesen, Personal, Finanzbuchhaltung/Rechnungswesen und Controlling, welche die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 0,5 Mio. EUR ggü. dem Vorjahr erhöht haben (bei einer entsprechenden Minderung der Gehaltskosten in der biw).
- 133. In den übrigen Finanzaufwendungen des Jahres 2016 sind negative Zinsen auf die Einlagefazilität bei der Europäischen Zentralbank in Höhe von 1,0 Mio. EUR enthalten, welche um 0,2 Mio. EUR über dem Vorjahreswert liegen.
- 134. Insgesamt konnte im Geschäftsbereich biw in Folge der vorgenannten Entwicklung in 2016 ein gegenüber dem Vorjahr deutlich verbessertes Ergebnis erzielt werden. So stieg das EBT von 0,0 Mio. EUR in 2015 auf 10,4 Mio. EUR in 2016. Die EBITDA-Marge erholte sich von 2,0% auf 16,8%. Gleichzeitig sank die Cost-Income Ratio deutlich von 96,0% in 2015 auf 69,0% in 2016.

- Bereinigung der Ertragslage -

- 135. Um eine Vergleichbarkeit der Betriebsergebnisse der Vergangenheit mit den Planzahlen der Unternehmensprognose zu ermöglichen, wurde analog zur XCOM eine Bereinigung des Ergebnisses um außerordentliche, einmalige und periodenfremde Effekte vorgenommen:
 - Abfindungszahlungen an ehemalige Vorstandsmitglieder haben wir als einmalig aufgefasst und entsprechend bereinigt.
 - Prozess- und Rechtsberatungskosten (inkl. erfolgsabhängiger Zahlungen) im Zusammenhang mit diversen Klageverfahren haben wir aufgrund des außerordentlichen Charakters der Einzeltatbestände als einmalige Belastungen bewertet und bereinigt.
 - Zuführungen und Entnahmen aus dem Fonds für allgemeine Bankrisiken stellen für Banken eine Möglichkeit zur Bildung einer Sicherheitsreserve dar, die in keinem direkten Zusammenhang zu tatsächlich in der Periode der Bildung bzw. Auflösung stehenden Geschäftsvorfällen steht. Entsprechend haben wir diese als außerordentliche Erträge bzw. Aufwendungen bereinigt.
 - Gewinne und Verluste aus Zuführungen zu Einzelwertberichtigungen auf Forderungen und deren Auflösung, insbesondere im Zusammenhang mit dem HETA-Engagement der Bank, haben wir als außerordentlich aufgefasst und bereinigt.

- Aufwendungen aus der Bildung von Rückstellungen für den Rückbau einer Immobilie sowie für einen potenziellen Schadensfall in außerordentlicher Höhe als auch Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen haben wir als periodenfremd angesehen und bereinigt.
- In 2016 auf Ebene der XCOM Finanz GmbH angefallene Erträge aus der Liquidation der Brokerport AG sowie Erträge aus dem Verkauf der Aktien der mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG, Gräfelfing, haben wir als außerordentlich aufgefasst und entsprechend bereinigt.
- Im Geschäftsjahr 2017 wurde das Arbitragegeschäft von der XCOM auf die biw übertragen, weshalb das Ergebnis aus Arbitragehandel künftig in der Bank anfällt und entsprechend in deren Planung abgebildet wird. Die entsprechenden Erträge und Aufwendungen haben wir deshalb auch für die zwei Vergangenheitsjahre von der XCOM in die biw umgegliedert.
- 136. Die um die außerordentlichen, einmaligen und periodenfremden Effekte bereinigten Betriebsergebnisse (EBT) stellen sich im Überblick für die Jahre 2015 bis 2016 wie folgt dar:

biw	
Bereinigung der Ergebnisses vor Steuern (EB	T

Bereinigung der Ergebnisses vor Steuern (EBT) in TEUR	2015	2016
Ergebnis vor Steuern - EBT	(12)	10.395
Zuführung/Entnahmen Fonds für allgemeine Bankrisiken	(1.290)	-
Auflösung von Rückstellungen	(589)	(1.414)
Erträge XCOM Finanz GmbH	-	(284)
Abfindungen	750	-
Prozess- und Anwaltskosten	271	-
Honorar und Erfolgszuschlag Rechtsberatung HETA	109	45
Rückstellungsbildung Rückbau Immobilie	150	-
Rückstellungsbildung potenzieller Schadensfall	625	-
Bildung/Auflösung Einzelwertberichtigung HETA	3.750	(3.750)
Kursgewinne Arbitrage	2.217	2.365
Kosten aus Wertpapierhandel	(1.100)	(1.109)
Kursverluste Arbitrage	(353)	(479)
Summe Bereinigungen	4.540	(4.625)
Bereinigtes Ergebnis vor Steuern - EBT	4.528	5.769
Harris de autilia de la lacción	50.070	70.740
Umsatzerlöse biw	56.378	70.749
EBT-Marge	0,0%	14,7%
EBT-Marge, bereinigt	8,0%	8,2%

Quelle: XCOM AG, PwC-Analyse

137. Die in 2015 und in 2016 erzielte bereinigte EBT-Marge im Geschäftsbereich biw liegt damit bei 8,0% bzw. 8,2%. Die durchschnittliche in der Vergangenheit erzielte EBT-Marge beträgt dementsprechend 8,1%.

4. Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzeptes

- 138. Im zuvor dargelegten Markt- und Wettbewerbsumfeld weist die XCOM-Gruppe eine Reihe von Stärken und Chancen auf:
 - Die XCOM bietet eine etablierte Outsourcing und Technologieplattform, was im Bereich des Business Process Outsourcing eine attraktive Basis für Kooperationen mit neuen Partner ist. Zudem profitiert die XCOM-Gruppe von Synergien im Kundenbereich zwischen der XCOM AG und der biw AG.
 - Die gesamte Finanzdienstleistungsbranche wird aktuell vom Trend der Digitalisierung erfasst, was der XCOM-Gruppe weitere Wachstumspotenziale bietet. Insbesondere im Bereich des BPO steigt der Bedarf an spezialisierten Outsourcing-Dienstleistungen. Perspektivisch soll das Firmenkundengeschäft auf die DACH-Region, insbesondere Österreich, ausgeweitet werden. Dazu wurde das Kernbanksystem weiter an die österreichischen regulatorischen Anforderungen erweitert.
 - Bislang hat die XCOM-Gruppe im B2B-Bereich ausschließlich Dienstleistungen für privatwirtschaftliche Institute erbracht. Öffentlich-rechtliche Kreditinstitute oder Genossenschaftsbanken haben ihre IT-Lösungen vorwiegend In-house bzw. im Leistungsverbund entwickelt. Durch den auch bei diesen Kundengruppen zunehmenden Kostendruck ergeben sich zukünftig neue Perspektiven bezüglich dieser Kundengruppen.
 - Im Bereich B2C ist die XCOM-Gruppe durch die ViTrade GmbH sowie indirekt über die Kooperation mit der flatex GmbH vertreten und verfügt über eine stabile und attraktive Kundenbasis.
 Ausländische Märkte sind noch größtenteils unerschlossen und bieten aufgrund des EU-Passes grundsätzlich ein mögliches Expansionspotential.
 - Im Rahmen der Diversifikationsstrategie der biw AG, durch welche die Abhängigkeit vom volatilen Brokerage-Geschäft reduziert werden soll, beabsichtigt die Bank auch den Bereich Payment weiter zu stärken. Bisher bietet die Bank Zahlungsverkehrsdienstleistungen für Firmenkunden vorwiegend für Inlandstransaktionen an. Durch einen Ausbau des Auslandszahlungsverkehrs eröffnet sich der Bank auch die Möglichkeit, an der Devisenkonvertierung zu partizipieren.
 - Eine stärkere Eigenkapitaldeckung ermöglicht der biw AG, z.B. im Bereich Consumer Lending, von momentan ungenutzten Kundeneinlagen zu profitieren. Darüber hinaus könnten Firmenkunden Kreditlinien angeboten werden, um den Mittelstandsmarkt zu erschließen.
- 139. Den Stärken und Chancen stehen folgende Schwächen und Risiken gegenüber:

- Der Erfolg der XCOM-Gruppe ist im Wesentlichen von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, insbesondere jedoch von der Entwicklung der Banken- und Finanzdienstleistungsbranche abhängig. Zudem würde ein starker Marktrückgang zu Wertverlusten bei im Eigenbestand gehaltenen Wertpapieren führen.
- Die von der biw AG abgewickelten Tradingaktivitäten sind in starkem Maße von der Entwicklung der Finanzmärkte abhängig, wobei die Bank insbesondere in Zeiten hoher Volatilität an den Märkten profitiert. Langanhaltende Phasen geringer Marktaktivität haben einen negativen Einfluss auf die Ergebnisentwicklung. Für die Bank sind dies extern gegebene Marktfaktoren, auf die sie keinen Einfluss hat.
- Die Erlösentwicklung der XCOM-Gruppe aus der Technologiebereitstellung für etablierte Banken könnte von Marktanteilsgewinnen bestehender oder neuer Marktteilnehmer negativ beeinflusst werden. Insbesondere etablierte Anbieter im Bereich Finanztechnologien könnten die Anforderung der Kunden besser treffen und damit einen Wettbewerbsvorteil erlangen.
- Weiterhin besteht fortwährend das latente Risiko, dass Geschäftspartner der XCOM-Gruppe sich dazu entschließen, langfristige Verträge mit der XCOM-Gruppe zu kündigen, um den Anbieter zu wechseln oder die Leistungen durch Insourcing selbst zu erstellen.
- Das Kernbanksystem der XCOM ist derzeit ausschließlich auf die deutsche und österreichische Steuergesetzgebung ausgelegt. Zusammen mit hohen Marketingaufwendungen und dem notwendigen Aufbau personalintensiver Callcenter bilden IT-Investitionen zur Adaption an lokale Steuersystematiken (z.B. Abschlagsbesteuerung, Steuerbescheinigungen) hohe Markteintrittsbarrieren bei der Expansion in neue europäische Märkte, die zudem alle kleiner als der deutsche Markt sind.
- Kundeneinlagen in hohen Volumina werden derzeit noch nicht aktiv genutzt. Der geplante
 Ausbau des Kreditgeschäfts birgt das Risiko erhöhter Kreditausfälle. Daneben könnten aufgrund der erhobenen Negativzinsen weitere Kunden ihre Einlagen abziehen, wodurch die Refinanzierungsbasis der Bank geschwächt würde.
- Weitere regulatorische Verschärfungen im Bank- und Brokerage-Geschäft würden höhere Aufwendungen implizieren und die Profitabilität der XCOM-Gruppe schmälern. Zudem wären auch die Kunden der XCOM-Gruppe potenziell negativ von den erweiterten Vorgaben der Regulatorik betroffen, was sich indirekt auf die Umsatzentwicklung der XCOM-Gruppe auswirken würde.

D. Ermittlung des Unternehmenswerts

I. Bewertungsbasis

1. Vorgehensweise

- 140. Im Folgenden geben wir einen Überblick über das methodische Vorgehen bei der Ableitung des Unternehmenswerts der XCOM-Gruppe. Wie bereits dargelegt (siehe Abschnitt C.II.3.a)) werden die zwei Geschäftsbereiche der XCOM-Gruppe aufgrund der unterschiedlichen Geschäftstätigkeit und Risikostruktur sowie aufgrund der Regulierung des Bankgeschäfts getrennt voneinander bewertet:
 - Der Geschäftsbereich XCOM besteht im Wesentlichen aus der operativen Geschäftstätigkeit der XCOM AG und der Xervices GmbH sowie der Brokerport Finance GmbH.
 - Der Geschäftsbereich biw besteht im Wesentlichen aus der operativen Geschäftstätigkeit der biw AG und der ViTrade GmbH sowie der XCOM Finanz GmbH als Holding.
- 141. Der Unternehmenswert der XCOM-Gruppe setzt sich demzufolge aus dem Ertragswert für den Geschäftsbereich XCOM und dem Ertragswert für den Geschäftsbereich biw sowie Sonderwerten zusammen ("sum of the parts"-Bewertung).
- 142. Im Rahmen des gesondert bewerteten Vermögens haben wir als nicht betriebsnotwendiges Vermögen für den operativen Geschäftsbetrieb nicht erforderliche liquide Mittelbestände, und außerdem den Wert der XCOM Finanz GmbH als Holdingunternehmen für den Geschäftsbereich biw sowie bestehende und nutzbare Verlustvorträge (siehe Tz. 285 ff.) berücksichtigt.
- 143. Zur Ermittlung des Ertragswerts aus dem operativen Geschäft ist eine Prognose für den Detailplanungszeitraum (Phase I) und den daran anschließenden Zeitraum (Phase II; sogenannte ewige Rente) erforderlich. Für die Phase I wurde ein Zeitraum von sechs Geschäftsjahren (2017 bis 2021) betrachtet. Hier haben wir die für diesen Planungszeitraum bestehende Planungsrechnung der XCOM-Gruppe zugrunde gelegt, die wir zunächst auf Basis einer Vergangenheitsanalyse auf Ebene der XCOM-Gruppe (für die Jahre 2014 bis 2016) und auf Ebene der Geschäftsbereiche XCOM und biw (für die Jahre 2015 bis 2016) plausibilisiert haben. Hierzu wurden im Vergangenheitszeitraum außerordentliche, einmalige und periodenfremde Ergebnisbestandteile identifiziert und zum Zwecke der Ableitung eines bereinigten Ergebnisses eliminiert. Die weitergehende Plausibilisierung der Plandaten und der dahinterstehenden Annahmen erfolgte auf Grundlage der von der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Planungsdokumentation, der erteilten Auskünfte sowie unter Heranziehung externer Branchen- und Marktdaten.

- 144. Gegenstand der Ermittlung des Ertragswerts ist zunächst die Ableitung des künftigen operativen Ergebnisses. Für das nachhaltige, im Durchschnitt erzielbare Ergebnis haben wir gesonderte Annahmen getroffen.
- 145. Die aufgrund der Eingliederung der XCOM AG in den Konzernverbund der FinTech Group AG erwarteten sogenannten "unechten" Synergien wurden im Rahmen der Planungsrechnung vollständig abgebildet. "Echte", erst durch die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre im Rahmen des umwandlungsrechtlichen Squeeze Out zu erwartende Synergien sind bei der Bewertung nicht in Ansatz zu bringen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 34, 50) und blieben daher unberücksichtigt.
- 146. Das Zinsergebnis der XCOM wurde für den Planungszeitraum aus einer Finanzbedarfsrechnung auf Grundlage der fortgeschriebenen Bilanzposten für die Jahre 2017 bis 2021 abgeleitet. Als Zinskonditionen wurden vertraglich vereinbarte und marktübliche Zinssätze zu Grunde gelegt. Bei der Bemessung des Zinsergebnisses wurde die fiktive Auskehrung nicht betriebsnotwendiger Bestände an liquiden Mitteln (siehe Tz. 286) berücksichtigt. Für den Geschäftsbereich biw ist das Zinsergebnis grundsätzlich Teil des operativen Geschäfts und wurde als solches von der Gesellschaft im Rahmen des regulären Planungsprozesses geplant. Darüber hinaus wird im Zinsergebnis der zusätzliche Kapitaldispositionsbeitrag erfasst, der sich aufgrund des notwendigen Aufbaus von Eigenkapital für die Angleichung der Kapitalquote an die der Wettbewerber ergibt.
- 147. Die prognostizierten Ergebnisse vor Ertragsteuern wurden unter Berücksichtigung der steuerlichen Verhältnisse der XCOM-Gruppe um Unternehmenssteuern sowie um persönliche Ertragsteuern der Anteilseigner gekürzt. Als Unternehmenssteuern wurden die anfallende Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer und der Solidaritätszuschlag berücksichtigt.
- 148. Für den Geschäftsbereich XCOM haben wir hinsichtlich der Ausschüttungen im Detailplanungszeitraum eine Ausschüttungsquote von 100% zugrunde gelegt. Ausgehend von der Planungsrechnung der Gesellschaft ist es auch vor dem Hintergrund der Integration der Gesellschaft in die FinTech-Gruppe nicht erforderlich, Ergebnisbeiträge auf Ebene der XCOM AG zu thesaurieren. Für die Phase der ewigen Rente wird eine marktübliche Ausschüttungsquote von 50,0 % angenommen. Für den Geschäftsbereich biw haben wir die Höhe der jährlichen Ausschüttungen bzw. Thesaurierungen im Detailplanungszeitraum entsprechend der angestrebten aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalquoten festgelegt. Für die Phase der ewigen Rente haben wir auf eine angemessene von der Bank angestrebte Quote des haftenden Eigenkapitals abgestellt, die näherungsweise der Kapitalausstattung der Vergleichsunternehmen entspricht (siehe Abschnitt D.II.2.c), Tz. 240).
- 149. Entsprechend der Empfehlungen des IDW sind wir bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuer von den Verhältnissen einer inländischen, natürlichen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person als Anteilseigner ausgegangen.

- 150. Des Weiteren wurde unterstellt, dass die Anteile im Privatvermögen gehalten werden und der Anteilsbesitz nicht die Voraussetzungen des § 17 Abs. 1 Satz 1 EStG erfüllt. Unter Berücksichtigung des seit 2009 geltenden Abgeltungssteuersystems wurde die persönliche Steuer auf Ausschüttungen mit 25,0% zuzüglich Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Der Besteuerung eines im Zeitablauf entstehenden Wertzuwachses in Form von Kursgewinnen haben wir mit einer jährlichen effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung von 12,5% (entsprechend des hälftigen Abgeltungssteuersatzes) zuzüglich des Solidaritätszuschlags Rechnung getragen.
- 151. Der Ermittlung des Unternehmenswerts wurde der 3. Juli 2017 als Bewertungsstichtag zugrunde gelegt. Dies ist der Tag, an dem die Hauptversammlung der XCOM AG die Übertragung der Anteile der Minderheitsaktionäre der XCOM AG auf die FinTech Group AG beschließen soll.
- 152. Demzufolge sind der Bewertung alle nach dem Bewertungsstichtag anfallenden finanziellen Überschüsse der XCOM-Gruppe zugrunde zu legen. Hierzu haben wir den Wertbeitrag der Nettoausschüttungen sowie den Wertbeitrag fiktiv hinzugerechneter Thesaurierungen auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Der sich zum 31. Dezember 2016 ergebende Unternehmenswert wurde dann auf den Bewertungsstichtag aufgezinst und der Ermittlung der Abfindung zugrunde gelegt.
- 153. Die grundlegenden Überlegungen und Ansätze zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes sind in Abschnitt D.III ausführlich dargelegt.

2. Planungsprozess

- 154. Der Planungsprozess der XCOM-Gruppe beginnt im Herbst eines jeden Kalenderjahres. Dabei wird für die einzelnen Gesellschaften der XCOM-Gruppe in Abstimmung mit dem Vorstand oder der Geschäftsführung der jeweiligen Gesellschaft eine Mittelfristplanung für einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren erstellt. Ausgehend von dieser Planungsrechnung werden regelmäßig aktualisierte Planungsrechnungen erstellt, soweit sich die Planung beeinflussende Parameter geändert haben oder bestimmte wesentliche Sachverhalte eine Planungsanpassung erforderlich machen. Die ursprüngliche Planungsrechnung aus dem Herbst eines Jahres und die ggf. aktualisierten Planungsrechnungen werden vom Vorstand der XCOM AG erstellt und dem Aufsichtsrat zur billigenden Kenntnisnahme vorgelegt.
- 155. Die letzte dem Bewertungsstichtag vorausgehende Aktualisierung der Planungsrechnung erfolgte im Monat März 2017. Anlass für diese Aktualisierung war eine nachhaltige Verzögerung bei vier Großprojekten mit einem Budget von jeweils über 1 Mio. EUR. Diese Projekte, deren Beginn ursprünglich für den Anfang des Jahres 2017 geplant war, hatten sich um mehr als ein Quartal verzögert. Im Rahmen der Aktualisierung der Planungsrechnung war weiterhin der Verlust des bislang umsatzstärksten Kundens der Gesellschaft abzubilden. Die aktualisierte Planungsrechnung wurde vom Vorstand der XCOM AG erstellt und vom Aufsichtsrat der XCOM AG am 20. April 2017

- billigend zur Kenntnis genommen. Wir haben diese zum Abschluss der Bewertungsarbeiten aktuelle Planungsrechnung der Gesellschaft unserer Bewertung zugrunde gelegt.
- 156. Der Planungsprozess folgt im Wesentlichen dem Ansatz einer sogenannten Bottom-Up-Planung und umfasst insbesondere eine Planung des Umsatzes sowie die entsprechende Personal- und Kostenplanung auf Ebene der Einzelgesellschaften. Hier werden die individuellen wirtschaftlichen Erwartungen und Besonderheiten der jeweiligen Gesellschaft berücksichtigt. Das Ergebnis der Bottom-Up-Planung wird mit der Geschäftsleitung der einzelnen Gesellschaften sowie übergeordnet mit dem Vorstand der XCOM AG abgestimmt und zur Planungsrechnung der Gruppe konsolidiert. Im Ergebnis reflektiert die Planungsrechnung die aktuelle Einschätzung der wirtschaftlichen Entwicklung der Einzelgesellschaften sowie der Gruppe insgesamt.
- 157. Die konsolidierte Planungsrechnung der XCOM-Gruppe sowie die Planungsrechnungen für die einzelnen Gesellschaften, die wir für die beiden Geschäftsbereiche XCOM und biw zugrunde gelegt haben, bestehen aus nach den Vorschriften des HGB erstellten Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen. Die den Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen zugrunde liegenden Parameter sind im nachfolgenden Abschnitt im Einzelnen beschrieben. Eine eigenständige Bilanzplanung ist nicht Bestandteil der Planungsrechnung. Aus diesem Grund haben wir in Abstimmung mit dem Management der Gesellschaft relevante Parameter für die Entwicklung der Bilanzposten im Planungszeitraum fixiert. Dabei wurden die entsprechenden Parameter überwiegend aus den Bilanzkennzahlen des Geschäftsjahres 2016 abgeleitet.

3. Planungsparameter

- 158. Für die Geschäftstätigkeiten der XCOM-Gruppe sind grundsätzlich volkswirtschaftliche Trends maßgeblich. Das Trading-Geschäft und das Software-Geschäft hängen in erster Linie aber von den Aktivitäten der Investoren auf den Kapitalmärkten ab. Von besonderer Bedeutung ist dabei die Volatilität der Kapitalmärkte, da eine hohe Volatilität mit verstärkten Handelsaktivitäten der Kunden einhergeht und sich insofern positiv auf die Ertragslage der Gesellschaft auswirkt. Da die Volatilität der Märkte jedoch nur schwer zu prognostizieren ist, schreibt die XCOM-Gruppe die Planung im Wesentlichen auf Basis der aktuellen Kundentransaktionen fort.
- 159. Neben der Volatilität der Kapitalmärkte, die sich auf die gesamten Geschäftsaktivitäten der XCOM-Gruppe im Regelfall positiv auswirkt, sind für die beiden Geschäftsbereiche XCOM und biw die im Folgenden für die einzelnen Posten der Gewinn- und Verlustrechnung beschriebenen Parameter von besonderer Bedeutung:

a) Planungsparameter XCOM

160. Im Geschäftsbereich XCOM werden die Umsatzerlöse ganz überwiegend durch die XCOM AG selbst erzielt. Die Umsatzerlöse werden hier zum einen für bestehende, fest kontrahierte Verträge

und zum anderen für das sogenannte Projektgeschäft geplant. Die fest kontrahierten Verträge – derzeit bestehen Verträge mit etwa 250 Endkunden – haben eine Durchschnittslaufzeit von acht bis zehn Jahren. Diese Verträge werden in der Regel zunächst für einen Zeitraum von einem Jahr bis drei Jahren, bei größeren Verträgen auch bis zu fünf Jahren, geschlossen und anschließend ggf. verlängert. Bei Nichtkündigung erfolgt die Laufzeitverlängerung automatisch. Im Rahmen der Planungsrechnung hat die Gesellschaft unterstellt, dass die fest kontrahierten Verträge nicht gekündigt werden, sondern – entsprechend der Durchschnittslaufzeit der Verträge – verlängert werden. Dabei liegt die sich in der Vergangenheit bereits bestätigte Annahme zugrunde, dass die Kunden eine auf Dauer angelegte Geschäftsbeziehung bevorzugen, da ein Wechsel auf die Systeme eines Wettbewerbers einen aufwändigeren Umstellungsprozess mit sich bringt. Vor diesem Hintergrund können die Umsatzerlöse aus den fest kontrahierten Verträgen vergleichsweise zuverlässig geplant werden.

- 161. Die für das Projektgeschäft geplanten Umsatzerlöse beinhalten im Wesentlichen Umsätze aus Wartungsdienstleistungen und anderen Serviceleistungen, die den Kunden mit fest kontrahierten Verträgen zusätzlich angeboten werden, sowie aus der Neu- bzw. Weiterentwicklung angebotener Produkte. Die geplanten Umsatzerlöse aus dem Projektgeschäft werden auf Basis von Erfahrungswerten je Kunde extrapoliert. Dabei rechnet die Gesellschaft für eine Million Euro Umsatzerlöse aus fest kontrahierten Verträgen mit einer weiteren halben Million Euro an variablen Umsatzerlösen aus dem zugehörigen Projektgeschäft. Auch die Umsatzerlöse aus dem Projektgeschäft können demzufolge mit einer vergleichsweise hohen Zuverlässigkeit prognostiziert werden.
- 162. Für die Planung des Personalaufwandes ist die Personalproduktivität im IT-Geschäft eine zentrale Planungsgröße. Der Produktivitätsgrad des Personals wird monatlich als Verhältnis der Arbeitsstunden der Mitarbeiter für Projekte, für Produktentwicklungen und für intern erbrachte Dienstleistungen zu ihren Sollstunden ermittelt. Im Vergleich mit der durchschnittlichen Personalproduktivität der Branche liegt die Personalproduktivität im Geschäftsbereich XCOM mit rd. 67% noch etwas unterhalb des Branchendurchschnitts von rd. 70%. Dieser Branchendurchschnitt wird als langfristiges Ziel der Planung des Personalaufwands zugrunde gelegt. Die Erfahrung der Vergangenheit hat gezeigt, dass der Produktivitätsgrad des Personals durch die Reduzierung administrativer Arbeiten und durch den erhöhten Fokus auf IT-Dienstleistungen gesteigert werden konnte. Allerdings bedarf die Annäherung an den Zielwert von 70% hier weiterer Anstrengungen. Insgesamt geht die Gesellschaft aber davon aus, dass auf Grundlage des aktuellen Mitarbeiterstamms der XCOM AG noch Produktivitätsreserven – bezogen auf das IT-Geschäft – vorhanden sind, sodass eine Geschäftsausweitung ohne zusätzlichen Personalaufbau möglich ist. Außerdem sollen Kooperationen mit Hochschulen, die interne Ausbildung neuer Mitarbeiter sowie das Outsourcing bestimmter Geschäftsprozesse an Geschäftspartner in Portugal das Risiko möglicherweise auftretender Engpassrisiken im Personalbereich minimieren.

- 163. Die in der Planung abgebildeten Personalaufwendungen werden anhand des erwarteten Personalbedarfs, der auf Basis der geplanten Umsatzerlöse und der angestrebten Personalproduktivität von 70% identifiziert wird, sowie anhand erwarteter durchschnittlicher Löhne und Gehälter in dem jeweiligen Jahr ermittelt. Eine jährliche Gehaltssteigerung von rd. 2,0% wird dabei in der Planung des Personalaufwands berücksichtigt.
- 164. Der Materialaufwand besteht hauptsächlich aus den Aufwendungen für erbrachte IT-Dienstleistungen. Dieser Aufwand wird auf Basis von Erfahrungswerten in Relation zu den Umsatzerlösen (ca. 16%-17%) geplant. Für die Planung geht die Gesellschaft damit von einer Marge aus dem IT-Geschäft von 83%-84% aus, die bereits in der Vergangenheit in dieser Höhe erzielt werden konnte (siehe Abschnitt C.II.3.c).
- 165. Sonstige betriebliche Aufwendungen bestehen im Wesentlichen aus Raumkosten, Rechts- und Beratungskosten sowie Werbe- und Reisekosten und werden auf Basis der langfristig erwarteten Inflationsrate geplant.
- 166. Das Finanzergebnis setzt sich aus dem Zinsaufwand, resultierend aus den zwei bestehenden langfristigen Darlehen, sowie aus dem sich im Zusammenhang mit den Pensionsverpflichtungen ergebenden Zinsaufwand zusammen. Langfristig plant die Gesellschaft, die beiden Darlehen bis 2024 vollständig zu tilgen und das Geschäft auf lange Sicht vollständig mit Eigenkapital zu finanzieren.
- 167. Die zu dem Geschäftsbereich XCOM gehörende Xervices GmbH dient lediglich dem Zweck, die Aufträge von zwei großen deutschen Finanzinstituten an die XCOM AG weiterzugegeben. Die Xervices GmbH verfügt dementsprechend über keine eigenen Mitarbeiter, d.h. alle im Zusammenhang mit den Aufträgen der zwei Finanzinstitute notwendigen Dienstleistungen werden von Mitarbeitern der XCOM AG erbracht. Aus diesem Grund weist die Gewinn- und Verlustrechnung der Xervices GmbH keinen Personalaufwand aus. Bei der Xervices GmbH fallen lediglich IT-bezogener Aufwand (für die von der XCOM AG in Rechnung gestellten Leistungen für die Auftragsbearbeitung) sowie Marketing- und Werbekosten in geringfügigem Umfang an. Bei dieser Vertragskonstruktion wird die Marge aus den Aufträgen im Wesentlichen auf Seiten der XCOM AG realisiert, so dass die Xervices GmbH ein nur untergeordnetes EBITDA i.H.v rd. 28,6 Tsd. EUR ausweist. Dieses Ergebnis wird vereinfachend über den Planungszeitraum konstant fortgeschrieben.

b) Planungsparameter biw

168. Die Planung der Umsatzerlöse der biw umfasst die Planung der Provisionserträge sowie der Zinsund sonstigen betrieblichen Erträge. Wesentlicher Treiber der Provisionserträge ist das sogenannte Brokerage-Geschäft. Dieses wird getrennt nach Kassa-, OTC-, CFD- und FX-Geschäft geplant. Dabei liegt der Planung ein Preis-Mengengerüst, bestehend aus einer Prognose der Anzahl Trades pro Monat in den Planjahren sowie einem auf Basis historischer Daten abgeleiteten Umsatz pro Trade zugrunde. Die Planung der Provisionserträge in den übrigen Geschäftsbereichen der Bank (Custodian Business, Payment, Banking/Mandanten und Sonstiges) erfolgt auf Produkt- oder Einzelkundenbasis. Ausgangsbasis der Planung der Zinserträge bildet die erwartete Entwicklung des Kreditportfolios, differenziert nach Lombard- und flex-Krediten sowie den sonstigen Kreditportfolien der biw. Bei der angesetzten Zinsmarge werden die tatsächlichen Kundenzinssätze berücksichtigt. Für die Planjahre 2017 sowie 2018 wird zudem ein Zinsertrag aus den in 2017 erstmals erhobenen Negativzinsen auf Kundeneinlagen geplant. In den sonstigen betrieblichen Erträgen sind im Wesentlichen die auf Einzelkundenbasis geplanten Erträge des Geschäftsbereichs ECM (Trading) sowie das Arbitragegeschäft, dessen Wachstum entsprechend der allgemeinen Preissteigerungsraten geplant wird, enthalten.

- 169. Der Planung der biw liegen nach Auskunft der Bank aufgrund der Volatilitätsabhängigkeit des Tradinggeschäfts volkswirtschaftliche Annahmen in nur begrenztem Umfang zugrunde. So profitiert die biw insbesondere in Krisensituationen von einer erhöhten Handelsaktivität. Die Planung des Tradingvolumens wird dementsprechend auf Basis von Expertenschätzungen vorgenommen.
- 170. Spiegelbildlich zu den Umsatzerlösen beinhaltet der Materialaufwand der biw die Provisionsaufwendungen sowie den Zins- und sonstigen betrieblichen Aufwand. Zudem bildet der Aufwand "IT-Geschäft" die in der ViTrade GmbH anfallenden, gemäß der allgemeinen Preissteigerungsraten geplanten Lizenzgebühren für die Daten-/Kursversorgung der Traderkunden ab. Die Provisionsaufwendungen sind wiederum durch das Brokeragegeschäft geprägt und beinhalten im Wesentlichen Auskehrungen an die Vertragspartner der biw, insbesondere die flatex GmbH. Deren Planung erfolgt analog zu den Provisionserträgen auf Basis der prognostizierten Entwicklung der Anzahl der Trades pro Monat. Der Zinsaufwand der biw beinhaltet im Wesentlichen den auf die Vertragspartner (im Wesentlichen flatex GmbH) entfallenden Anteil des Zinsertrages aus dem Kreditgeschäft, welcher zunächst auf Ebene der Bank vereinnahmt und entsprechend für die Vertriebsleistung weitergereicht wird. Die Planung dieser Position erfolgt analog zu der beim Zinsertrag beschriebenen Vorgehensweise, wobei ein Viertel der Erträge auf Ebene der Bank verbleiben. Im sonstigen betrieblichen Aufwand sind die analog zu den Erträgen geplanten Aufwendungen aus dem Geschäftsbereich ECM (Trading) enthalten. Hinzu kommen Pauschalen für Verluste aus dem Arbitragegeschäft und weitere Wertberichtigungen, die gemäß der Annahmen zur Preissteigerungsrate oder konstant über den Planungszeitraum fortgeschrieben werden.
- 171. Die Planung des Personalaufwands wird im Wesentlichen geprägt von der Entwicklung der Löhne und Gehälter sowie der Sozialabgaben. Grundlage der Planung der Löhne und Gehälter bildet das Niveau der Lohn- und Gehaltszahlungen aus Oktober 2016 sowie die aktuelle Personalplanung der Gesellschaft. Die Lohn- und Gehaltssteigerung wird über eine gemäß der allgemeinen Preissteigerungsrate wachsenden Planungspauschale abgebildet. Zudem enthält die Planung des Personalaufwands eine halbjährlich zu entrichtende Managementumlage. Die Sozialabgaben werden im Wesentlichen als fixer Prozentsatz der Löhne und Gehälter geplant.

- 172. Die Planung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen beinhaltet im Wesentlichen EDV- und Telekommunikationskosten, Rechts- und Beratungskosten sowie sonstige Kosten. Die Fortentwicklung der einzelnen Posten auf Grundlage von Ist-Daten des Jahres 2016 erfolgt entweder durch konstante Fortschreibung oder durch eine an der allgemeinen Preissteigerung orientierte Kostensteigerung.
- 173. Die Planung der Abschreibungen auf Vermögenswerte innerhalb der biw AG orientiert sich im gesamten Planungszeitraum an der tatsächlich geplanten Restnutzungsdauer, ausgehend vom Bestand des Monats November 2016. Daneben werden Neuinvestitionen von rd. 150 Tsd. EUR pro Jahr geplant, welche bei einer angenommenen Nutzungsdauer von fünf Jahren zu zusätzlichen Abschreibungen von 30 Tsd. EUR p.a. führen. Bei der ViTrade GmbH werden die Abschreibungen gemäß einer konstanten, dem Niveau des Jahres 2016 entsprechenden Planungspauschale von 36 Tsd. EUR p.a. fortgeschrieben.
- 174. Das Finanzergebnis der biw, bestehend aus nicht dem operativen Geschäft zuzurechnenden Finanz- und Zinserträgen bzw. -aufwendungen, wird ausgehend von der Hochrechnung des Jahres 2016 degressiv geplant. Während die Zinserträge auf einem konstant niedrigen Niveau geplant werden, ist bei den Zinsaufwendungen ein Rückgang von rd. 50 Tsd. EUR p.a. vorgesehen.

4. Planungstreue

175. Eine Analyse der Planungstreue haben wir auf Basis eines Plan-Ist-Vergleichs für die Jahre 2014 bis 2016 für die beiden wesentlichen Gesellschaften der XCOM-Gruppe, die XCOM AG und die biw AG, durchgeführt. Dabei werden die Ist-Zahlen den jeweils im Vorjahr erstellten Planzahlen gegenübergestellt.

XCOM AG										
Plan-Ist-Vergleich		2014			2015			2016		
in Mio. EUR	Planung	Planung lst ∆ absolut		Planung lst ∆ absolut		Planung Ist ∆ a		absolut		
Umsatzerlöse	28,0	36,1	8,1	31,1	35,1	3,9	34,4	36,8	2,5	
Materialaufwand	(4,4)	(7,9)	(3,4)	(5,9)	(8,5)	(2,7)	(7,3)	(6,8)	0,6	
Personalaufwand	(15,6)	(18,5)	(2,9)	(15,8)	(15,8)	(0,0)	(13,7)	(13,5)	0,2	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(4,0)	(5,2)	(1,2)	(4,2)	(4,6)	(0,4)	(4,0)	(3,9)	0,1	
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	3,9	4,6	0,6	5,3	6,2	8,0	9,3	12,6	3,3	

Quelle: XCOM AG, PwC-Analyse

- 176. Der Plan-Ist-Vergleich für die XCOM AG zeigt, dass die tatsächlich erzielten Umsatzerlöse die ursprünglichen Plangrößen im Vergangenheitszeitraum übersteigen. Verglichen mit den Planzahlen erzielte die Gesellschaft in 2014 um 29,1%, in 2015 um 12,7% und in 2016 um 7,2% höhere Umsatzerlöse.
- 177. Die Abweichung zwischen dem Ist-Umsatz und dem Plan-Umsatz spiegelt sich in den Planjahren 2014 und 2015 in entsprechenden Abweichungen im Materialaufwand wider. Hier lag der tatsächliche Materialaufwand mit 77% und 46% deutlich oberhalb des geplanten Materialaufwands.

Demgegenüber lag der tatsächliche Materialaufwand im Jahr 2016 deutlich näher am geplanten Materialaufwand. Nach Angaben der Gesellschaft ist dies darauf zurückzuführen, dass für das Jahr 2016 ein modifizierter und damit präziserer Planungsansatz verwendet wurde, so dass die Ist-Zahlen in 2016 mit 7,6% weniger stark von den Planzahlen abweichen.

- 178. Der verbesserte Planungsansatz zeigt sich auch für den Personalaufwand und den sonstigen betrieblichen Aufwand. Während sich für das Jahr 2014 noch eine Abweichung des Personalaufwands von 19% gegenüber dem geplanten Personalaufwand auch bedingt durch eine hohe Personalfluktuation sowie hohe Abfindungsansprüche einiger ausgeschiedener Führungskräfte in diesem Jahr ergibt, beträgt diese Abweichung im Jahr 2016 nur noch 1,3%. Für den sonstigen betrieblichen Aufwand ist eine Verbesserung der Plan-Ist-Abweichung von 29,0% auf 2,0% festzustellen.
- 179. Vor dem Hintergrund, dass für das Jahr 2016 Plan-Ist-Abweichungen zu beobachten sind, die im einstelligen Bereich liegen, sehen wir die für die XCOM AG bestehende Planungstreue als hinreichend an. Wir erachten es daher als sachgerecht, die im Jahr 2016 für die im Geschäftsbereich XCOM zusammengefassten Einzelgesellschaften aufgestellten Planungsrechnungen der Bewertung des Geschäftsbereichs XCOM zugrunde zu legen.
- 180. Die nachfolgende Tabelle zeigt die unbereinigten Plan- und Ist-Daten der biw AG im Überblick. Da hier die Bank als Einzelgesellschaft betrachtet wird, erfolgt der Abgleich gemäß des für Banken üblichen Schemas zur Darstellung der Gewinn- und Verlustrechnung.

Plan-Ist-Vergleich, in Mio. EUR	EUR 2014 2015			2016					
biw AG	Planung	lst A	absolut	Planung	lst ∆	absolut	Planung	lst /	∆ absolut
Zinsergebnis	4,1	4,2	0,1	2,0	2,2	0,2	2,0	1,4	(0,7)
Provisionsergebnis	18,3	17,9	(0,4)	21,5	21,2	(0,3)	24,3	24,7	0,4
Nettoertrag aus Finanzgeschäften	1,1	1,2	0,1	1,6	1,5	(0,0)	1,4	1,6	0,3
Sonstiges umsatzbezogenes Ergebnis	0,1	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	(0,0)
Sonstige Erlöse	0,9	1,0	0,0	1,0	1,1	0,1	1,6	5,5	3,9
Ergebnis nach sonst. Erlösen	24,6	24,3	(0,2)	26,2	26,2	0,0	29,4	33,3	3,9
Personalkosten	(5,9)	(6,3)	(0,3)	(6,6)	(7,5)	(0,9)	(7,5)	(7,6)	(0,1)
Sachkosten	(16,0)	(16,3)	(0,3)	(16,1)	(17,9)	(1,8)	(17,5)	(18,6)	(1,0)
Abschreibungen	(0,5)	(0,5)	(0,0)	(0,5)	(0,5)	0,0	(0,5)	(0,5)	(0,0)
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	2,1	1,2	(0,9)	3,0	0,4	(2,6)	4,0	6,7	2,7
Neutrales Ergebnis	0,3	(0,6)	(0,9)	(2,5)	(1,8)	0,7	0,9	1,4	0,5
Ergebnis vor Steuern	2,5	0,6	(1,8)	0,5	(1,4)	(1,9)	4,9	8,1	3,2
Steuern	(8,0)	(0,6)	0,3	(0,2)	0,2	0,3	(1,6)	(2,1)	(0,5)
Jahresfehlbetrag/-überschuss	1,6	0,1	(1,5)	0,3	(1,3)	(1,6)	3,3	6,0	2,7

Quelle: XCOM AG, PwC-Analyse

181. Der Hauptgrund für die deutliche Planverfehlung auf Ebene des Ergebnisses vor Steuern im Geschäftsjahr 2014 um 1,8 Mio. EUR liegt in der außerplanmäßigen Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken i.H.v. 1,0 Mio. EUR begründet, welche im neutralen Ergebnis abgebildet ist. Zudem führte insbesondere ein leicht unter Plan liegendes Provisionsergebnis zu gegenüber der Planung geringeren Erlösen. Grund für die Planunterschreitung bei den Provisionen waren im We-

sentlichen verminderte Transaktionszahlen im Bereich Online Brokerage sowie hinter den Erwartungen zurückbleibende Erträge aus dem Mandantengeschäft mit der Pfandbriefbank. Darüber hinaus wirkten sich eine Erhöhung der Personalkosten - zurückzuführend auf eine nachträgliche Verrechnung von Personalkosten für ein ehemaliges Vorstandsmitglied durch die XCOM AG - sowie erhöhte Rechtsberatungskosten im Zusammenhang mit einer Klage negativ auf die Ergebnisrealisation aus.

- 182. Im Geschäftsjahr 2015 wurde das geplante Ergebnis vor Steuern um 1,9 Mio. EUR verfehlt, insbesondere zurückzuführen auf deutlich über der Planung liegende Personal- und Sachkosten. Die Personalkosten lagen insbesondere aufgrund der vorgezogenen Abfindungszahlung an ein ehemaliges Vorstandsmitglied von 0,8 Mio. EUR deutlich über dem Planwert. Die Erhöhung der Sachkosten ist insbesondere auf gestiegene Rechtsberatungskosten im Zusammenhang mit gerichtsanhängigen Klageverfahren, erhöhte bankspezifische Beiträge (u.a. Anhebung Gebühren BaFin, Einlagensicherungsfonds), notwendige Investitionen in die EDV-Systeme zur Anpassung an veränderte Vorgaben des Regulators sowie die Bildung von Rückstellungen für einen potenziellen Schadensfall und den Rückbau einer Immobilie zurückzuführen. Der Start des Factoringgeschäfts sorgte für ein über dem Planwert liegendes Zinsergebnis. Demgegenüber konnte das geplante Provisionsergebnis, im Wesentlichen aufgrund einer geringeren Anzahl an Transaktionen, nicht erreicht werden. Positiv auf das sonstige umsatzbezogene Ergebnis wirkten sich nachträgliche Gutschriften der Börse Stuttgart und der Deutschen Telekom sowie eine Korrektur des Vorsteuerschlüssels i.H.v. insgesamt 0,1 Mio. EUR aus. Im neutralen Ergebnis abgebildet ist die Bildung einer Einzelwertberichtigung für das HETA-Engagement i.H.v. 3,8 Mio. EUR, welche durch Auflösungen aus dem Fonds für allgemeine Bankrisiken sowie weiterer Rückstellungen in Teilen kompensiert wurde.
- 183. Eine wesentliche Planabweichung im Geschäftsjahr 2016, welche zu einem um 3,2 Mio. EUR über der Planung liegendem Ergebnis vor Steuern führt, ist in den sonstigen Erlösen abgebildet. Hier sorgt die Zuschreibung für die HETA-Anleihe i.H.v. 3,8 Mio. EUR sowie eine sogenannte Setup-Fee von 0,2 Mio. EUR für ein deutlich verbessertes Ergebnis. Das Zinsergebnis des Geschäftsjahres 2016 liegt insbesondere aufgrund niedrigerer Kreditzinsen im Kundengeschäft sowie gestiegener Belastungen durch negative EZB-Einlagezinsen im Anlageergebnis deutlich hinter dem geplanten Ergebnis zurück. Demgegenüber konnte das geplante Provisionsergebnis im Wesentlichen aufgrund neuer Vertriebsvereinbarungen mit Premiumpartnern sowie erhöhter Bearbeitungsgebühren für gewährte Darlehen i.H.v. rd. 0,5 Mio. EUR übertroffen werden. Ergebnisbelastend wirkt hier die Beendigung der Geschäftsbeziehung mit der IKB, für welche die biw Dienstleistungen im Einlagengeschäft (z.B. Kontoführung) erbracht hatte. Der deutlich über Plan liegende Nettoertrag aus Finanzgeschäften ist zurückzuführen auf einen Anstieg des Devisenkursergebnisses der Bank aus Kundentransaktionen, welches sich durch Kursschwankungen bei den kurzfristig gehaltenen Fremdwährungsbeständen ergibt. Die Personalkosten liegen aufgrund einer Anpassung der Managementumlagen leicht über Plan. Ergebnismindernd wirken zudem über Plan liegende Rechts-

und Beratungskosten, die insbesondere auch erfolgsbasierte Zuschlagszahlungen im Zusammenhang mit dem HETA-Engagement abbilden. Weiterhin wirken sich erhöhte Rückstellungen für Entschädigungseinrichtungen i.H.v. rd. 0,4 Mio. EUR sowie über Plan liegende Aufwendungen beim PostIdent-Verfahren infolge gestiegener Neukundenzahlen von rd. 0,3 Mio. EUR negativ auf das Ergebnis aus. Durch ein Effizienzsteigerungsprogramm konnten die EDV Kosten gesenkt werden. Aufgrund von Erträgen aus der Auflösung von Rückstellungen wird darüber hinaus das neutrale Ergebnis um 0,5 Mio. EUR erhöht.

184. Die Analyse der Planungstreue der biw AG zeigt, dass die wesentlichen Ertragskomponenten der Gesellschaft – das Zins- und Provisionsergebnis – eine vergleichsweise hohe Planungsgüte aufweisen. Insbesondere das Provisionsergebnis, welches durchschnittlich 80,0% des umsatzbezogenen Ergebnisses ausmacht, weist im Betrachtungszeitraum eine Abweichung von lediglich +/- 2,0% auf. Die Personal- und Sachkosten wurden in der Vergangenheit tendenziell zu optimistisch geplant, sodass die Planwerte in den vergangenen drei Jahren im Durchschnitt um rd. 6,6% überschritten wurden. Die auf Ebene des Jahresergebnisses hohen Planabweichungen sind insbesondere auf Sondereffekte wie Zuführungen und Entnahmen zum Fonds für allgemeine Bankrisiken oder die Bildung bzw. Auflösung von Einzelwertberichtigungen und anderer Rückstellungen zurückzuführen. Dabei kann kein systematisches Über- oder Unterschreiten der Planung festgestellt werden. Unter Berücksichtigung der veränderlichen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Vergangenheit und der vergleichsweise hohen Abhängigkeit der Ertragslage der Gesellschaft von der Entwicklung der Transaktionsvolumina zeigt sich eine angemessene Planungsgüte vor Sondereffekten. In Anbetracht des detaillierten und auf Einschätzung der Planungsverantwortlichen beruhenden Planungsprozesses erachten wir die Planungsrechnung der biw AG als eine geeignete Basis für die Ertragswertermittlung.

II. Erwartete Nettoausschüttungen aus dem betriebsnotwendigen Vermögen

1. XCOM

a) Detailplanungsphase

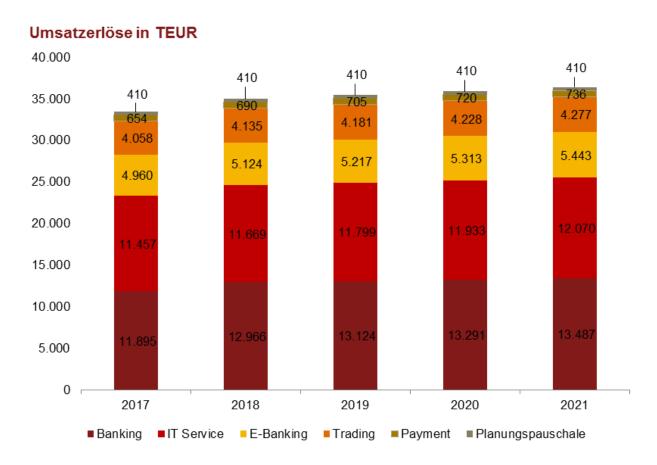
185. Die folgende Tabelle zeigt die Planungsrechnung für den Geschäftsbereich XCOM für die Planjahre 2017 bis 2021 sowie nachrichtlich das Vergangenheitsjahr 2016:

Geschäftsbereich XCOM Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Umsatzerlöse IT-Geschäft	30,5	33,6	35,1	35,6	36,0	36,6
Provisionserträge	0,0	-	-	-	-	-
Zinserträge	0,0	-	-	-	-	-
Sonstige betriebliche Erträge	3,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Umsatzerlöse	33,7	33,6	35,2	35,7	36,1	36,6
Aufwand IT-Geschäft	(4,8)	(5,2)	(5,3)	(5,4)	(5,5)	(5,7)
Provisionsaufwand	(0,1)	(3,4)	(3,9)	(4,0)	(4,0)	(4,1)
Zinsaufwand	(0,1)	-	-	-	-	-
Sonstiger betrieblicher Aufwand	(1,8)	-	-	-	-	-
Materialaufwand	(6,7)	(8,6)	(9,2)	(9,4)	(9,6)	(9,8)
Deckungsbeitrag I	27,0	25,0	26,0	26,3	26,5	26,9
Personalaufwand	(10,6)	(14,0)	(14,1)	(14,3)	(14,4)	(14,6)
Sonstige betr. Aufwendungen	(4,0)	(3,6)	(3,7)	(3,8)	(3,8)	(3,9)
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	12,4	7,5	8,2	8,2	8,2	8,3

Quelle: XCOM AG

- 186. Im Geschäftsbereich XCOM werden die Umsatzerlöse im Betrachtungszeitraum erwartungsgemäß von 33,7 Mio. EUR im Jahr 2016 auf 36,6 Mio. EUR im letzten Planjahr 2021 steigen. Dies entspricht einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate (CAGR) von 1,7 %. Ursächlich für dieses Wachstum ist ganz überwiegend die Entwicklung der Umsatzerlöse aus dem IT-Geschäft.
- 187. Die Umsatzerlöse im Geschäftsbereich XCOM werden fast ausschließlich von der XCOM AG erzielt. Für das Geschäftsjahr 2017 werden hier Umsätze in Höhe von 33,4 Mio. EUR erwartet. Diese sollen bis 2021 auf 36,4 Mio. EUR ansteigen, was einer Wachstumsrate (CAGR) von 2,2% entspricht. Nachfolgend ist die Aufteilung dieser Umsatzerlöse nach den einzelnen operativen Bereichen, in denen die Gesellschaft die einzelnen Technologie-Lösungen bündelt, für den Zeitraum 2017-2021 im Überblick dargestellt:

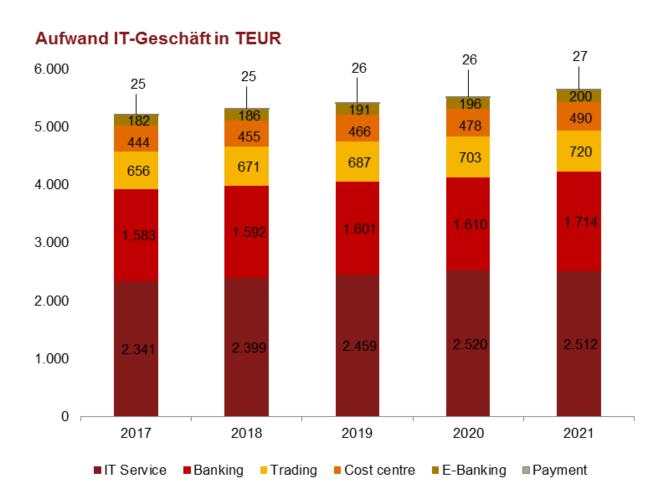


Quelle: XCOM AG, PwC-Analyse

- 188. Für das Portfolio an Dienstleistungen, die den Geschäftsbereich XCOM betreffen, werden über den Planungszeitraum nur geringfügige Veränderungen im Produkt- bzw. Servicemix erwartet. Demnach soll die relative Umsatzverteilung zwischen den einzelnen Bereichen im Planungszeitraum weitestgehend gleich bleiben, und das insgesamt angestrebte jährliche Wachstum der Umsatzerlöse durch Wachstum in jedem der einzelnen Bereiche erreicht werden. Ziel der Gesellschaft ist es, auch in der Zukunft ein möglichst breites Portfolio an Produkten und Dienstleistungen anbieten zu können. Hierfür sind entsprechende Investitionen und die Neu- und Weiterentwicklung einzelner Produkte bzw. Dienstleistungen erforderlich.
- 189. Den größten Umsatzanteil in 2017 weist der Bereich Banking auf. Die hier erwirtschafteten 11,9 Mio. EUR entsprechen einem Anteil am Gesamtumsatz von 35,6%. Bis 2021 soll dieser Anteil geringfügig auf 37,0% ansteigen (CAGR 3,2%). Der annähernd gleich große Bereich IT Service wird mit 11,5 Mio. EUR 34,3% des Umsatzes im Jahr 2017 beitragen. In 2021 wird dieser Anteil aber leicht auf 33,1% zurückgehen (CAGR 1,3%). Auf den Bereich E-Banking wird im Jahr 2017 ein Umsatz von 5,0 Mio. EUR entfallen. Dies entspricht einem Anteil von 14,8%, der sich bis zum Jahr 2021 mit einem Anteil von 14,9% nahezu konstant entwickeln soll (CAGR 2,4%). Im Bereich Bereich Trading wird für das Jahr 2017 ein Umsatz von 4,1 Mio. EUR erwartet, was einem Anteil

von 12,1% entspricht. Zum Ende des Planungszeitraums wird dieser Anteil sich erwartungsgemäß leicht rückläufig auf 11,7% entwickeln. Der Bereich Payment, der mit 654 Tsd. EUR in 2017 und einem Anteil von 2,0% innerhalb des Geschäftsbereichs XCOM den kleinsten operativen Bereich ausmacht, wird bis zum Jahr 2021 unverändert einen Anteil der Umsatzerlöse von 2,0% auf sich vereinen (CAGR 3,0%).

- 190. Neben der individuellen Umsatzentwicklung für die einzelnen operativen Bereiche plant das Management mit einem über den Planungszeitraum konstanten Pauschalwert von 410 Tsd. EUR. Dieser repräsentiert jährliche Umsatzerlöse, die nicht unmittelbar geplant werden können. Dieser Pauschalwert wurde anhand von Erfahrungswerten aus der Vergangenheit geschätzt.
- 191. Der Materialaufwand des Geschäftsbereichs XCOM, der den Aufwand aus dem IT-Geschäft und den Provisionsaufwand umfasst, wird erwartungsgemäß von 8,6 Mio. EUR in 2017 auf 9,7 Mio. EUR bis 2021 mit einer Wachstumsrate von 3,1% (CAGR) steigen. Damit entwickelt sich der Materialaufwand korrespondierend zu den Umsatzerlösen, die für diesen Zeitraum eine geringfügig höhere Wachstumsrate von 3,2% aufweisen.
- 192. Der Aufwand aus dem IT-Geschäft im Geschäftsbereich XCOM fällt ganz überwiegend bei der XCOM AG an, die auch die entsprechenden Umsatzerlöse vereinnahmt. Der Aufwand aus dem IT-Geschäft soll hier von 5,2 Mio. EUR in 2017 auf 5,7 Mio. EUR in 2021 anwachsen. Dies entspricht einer Wachstumsrate von 2,0% (CAGR). Im Einzelnen teilt sich der Aufwand aus dem IT-Geschäft wie folgt auf die einzelnen Bereiche auf:



Quelle: XCOM AG, PwC-Analyse

- 193. Die im Zeitablauf der Jahre 2017-2021 angenommene Entwicklung des IT-Aufwands in den einzelnen Geschäftsbereichen verläuft weitestgehend parallel zu der Entwicklung der Umsatzerlöse in dem jeweiligen Bereich. Die sich nach Abzug des IT-Aufwands von den Umsatzerlösen ergebende Marge bleibt dementsprechend im Zeitablauf annähernd stabil.
- 194. Neben den für die einzelnen Bereiche geplanten IT-Aufwendungen plant die Gesellschaft auch mit Aufwand aus dem sogenannten "Cost centre", der im Wesentlichen Kosten für intern erbrachte Dienstleistungen und für die Entwicklung neuer Produkte enthält. Dieser Posten soll planmäßig von 444 Tsd. EUR in 2017 auf 490 Tsd. EUR in 2021 steigen (CAGR von 2,5%).
- 195. Der Provisionsaufwand umfasst die von der XCOM AG an die FinTech Group AG für die Akquise von Neugeschäft zu leistenden Provisionszahlungen. Die XCOM-Gruppe profitiert hier von der Einbindung in die FinTech-Gruppe und den dort vorhandenen Kundenbeziehungen, die einen wesentlichen Erfolgsfaktor für die Umsatzentwicklung der XCOM AG darstellen. In der Vergangenheit wurden diese Provisionszahlungen in Form eines Fixkostenbetrags abgerechnet. Dabei wurde der entsprechende Provisionsaufwand in der Gewinn- und Verlustrechnung direkt von den Um-

satzerlösen in Abzug gebracht. In der Zukunft plant die XCOM AG eine variable Provisionsvergütung in Abhängigkeit von der Neugeschäftsentwicklung. Im Zuge dessen wird der zugehörige Provisionsaufwand in der Planung als separater Aufwandposten ausgewiesen. Dies erklärt sowohl den zwischen den Jahren 2016 und 2017 beobachtbaren Anstieg der Umsatzerlöse als auch den Anstieg des Provisionsaufwands. Ausgehend von einem Betrag von 3,4 Mio. EUR im Jahr 2017 soll dieser Aufwand dann auf 5,7 Mio. EUR im Jahr 2021 anwachsen (CAGR 4,8%).

- 196. Der erwartete Rückgang der sonstigen betrieblichen Erträge und des umsatznahen sonstigen betrieblichen Aufwands zwischen 2016 und 2017 ist auf das Arbitragegeschäft zurückzuführen, das von der XCOM AG an die biw AG übertragen wird.
- 197. Der Personalaufwand im Geschäftsbereich XCOM fällt vollständig bei der XCOM AG an. Der beobachtbare Anstieg des Personalaufwands von 10,6 Mio. EUR in 2016 auf 14,0 Mio. EUR in 2017 ist darauf zurückzuführen, dass einige Mitarbeiter nach der Übernahme der XCOM AG durch die FinTech Group AG Arbeitsverträge bei der FinTech Group erhalten haben. Die Kosten für die Löhne und Gehälter wurden in der Vergangenheit jedoch nur teilweise auf die XCOM AG umgelegt. Da diese Mitarbeiter aber nahezu ausschließlich Leistungen für die XCOM AG erbracht haben und erbringen werden, ist ab dem Jahr 2017 die volle Weiterbelastung dieser Kosten an die XCOM AG geplant, was mit einem entsprechend gestiegenen Personalaufwand in diesem Jahr einher geht. Im Planungszeitraum soll der Personalaufwand von 14,0 Mio. EUR im Jahr 2017 auf 14,6 Mio. EUR im Jahr 2021 bei einer Wachstumsrate von 1,1% (CAGR) anwachsen. Mit 86,2% entfällt der größte Teil des Personalaufwands auf Löhne und Gehälter. Daneben fallen soziale Abgaben (11,0%), Aufwendungen für Altersversorgung (2,1%) und in geringem Umfang sonstige Personalkosten (0,6%) an.
- 198. Nicht umsatzbezogene sonstige betriebliche Aufwendungen umfassen im Wesentlichen Raum-, Rechts- und Beratungskosten. Für den Planungszeitraum wird davon ausgegangen, dass sich diese Kosten auf Basis von festen Verträgen relativ konstant mit einer Quote von 10% bis 11% in Relation zu den Umsatzerlösen entwickeln.
- 199. Vor dem Hintergrund der dargestellten Entwicklungen halten wir die Planung der Gesellschaft insgesamt für nachvollziehbar und plausibel.
- 200. Das sich unter Berücksichtigung der angeführten Ertrags- und Aufwandsposten ergebende EBITDA haben wir mit Blick auf die im Geschäftsbereich XCOM bestehenden Pensionsrückstellungen modifiziert, um zu berücksichtigen, dass sich der aktuelle nach HGB maßgebliche Rechnungszins für die Diskontierung der Pensionsrückstellungen in den Jahren der Detailplanungsphase verändern wird. Grund hierfür ist der nach § 253 Abs. 6 HGB anzusetzende gleitende Durchschnittszins von zehn Jahren, der aktuell auch noch das zurückliegende Zinsniveau in den Jahren bis 2008, d.h. vor dem Einsetzen der Finanz- und Staatsschuldenkrise, abbildet. Es ist damit davon auszugehen, dass

- sich der Rechnungszins als gleitender Durchschnittszins mit jedem neuen in der Detailplanungsphase abgebildeten Jahr dem aktuellen Marktzinsniveau weiter annähern wird. Demgegenüber geht die Planungsrechnung der Gesellschaft von einem konstanten Diskontierungszinssatz aus.
- 201. Die Auswirkungen des Diskontierungszinssatzes lassen sich anschaulich anhand der Pensionsverpflichtungen nach HGB und IFRS verdeutlichen: Unter Zugrundelegung des HGB-Rechnungszinses ergab sich zum 31. Dezember 2016 für den Geschäftsbereich XCOM eine Überdeckung des Planvermögens über die Pensionsverpflichtungen i.H.v. 2,6 Mio. EUR. Wird dagegen der IFRS-Rechnungszins der als aktueller Marktzins eine angemessene Annäherung an den in wenigen Jahren erreichten gleitenden Durchschnittszinssatz nach HGB auf dem dann niedrigeren Niveau darstellt zugrunde gelegt und das Jahr 2021 antizipiert, übersteigen die Pensionsrückstellungen das Planvermögen um 7,5 Mio. EUR.
- 202. Zur Abbildung der erwarteten zinsinduzierten Angleichung ausgehend von einer aktuariellen Prognose der IFRS-Pensionsverpflichtungen, des Planvermögens und der Rückdeckungsversicherungen zum 31. Dezember 2021 wurde eine Konvergenz der HGB-Pensionsverpflichtung zur IFRS-Pensionsverpflichtung vereinfachend über den fünfjährigen Planungszeitraum als zusätzlicher Zinsaufwand berücksichtigt. Bei der Abbildung der steuerlichen Effekte wurde die Diskontierung mit unterschiedlichen Rechnungszinssätzen nach Handelsrecht und Steuerrecht berücksichtigt und entsprechend für den Detailplanungszeitraum keine steuerliche Abzugsfähigkeit der zusätzlichen zinsinduzierten Aufwendungen unterstellt.
- 203. Die mit dem Aufbau der Pensionsrückstellung korrespondierenden zukünftigen Auszahlungen, die überwiegend in den Zeitraum der ewigen Rente fallen, wurden mittels einer versicherungsmathematischen Prognose unter Berücksichtigung der Aufzinsung (Rendite inkl. Inflation) des Planvermögens bzw. der Rückdeckungsversicherungen sowie Steuern ermittelt und auf den Beginn des Jahres 2022 diskontiert. Anschließend wurde der sich ergebende Barwert in eine barwertäquivalente Annuität umgerechnet, welche erstmalig zum Ende des Jahres 2022 zu diesem Zweck wurde die Planungsrechnung der Gesellschaft um ein Übergangsjahr im Bewertungsmodell verlängert abgebildet wird. Da die in diesem Jahr ermittelte EBITDA-Marge für die Phase der ewigen Rente fortgeschrieben wird (siehe hierzu den nachfolgenden Abschnitt) wird der Abzugsbetrag in Form der Annuität auch nachhaltig zum Abzug gebracht. Nachdem die so ermittelte sich nach Unternehmenssteuern ergebende Annuität aus bewertungstechnischen Gründen im Bewertungsmodell als steuerabzugsfähig modelliert wurde, ist die Annuität um die rechnerische Steuerabzugsfähigkeit erhöht worden.
- 204. Die Adjustierung des EBITDA um die Effekte aus den abzubildenden Pensionsverpflichtungen stellt sich im Überblick wie folgt dar:

XCOM
Adjustierung des EBITDA um Effekte aus
Pensionen

in Mio. EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA	7,5	8,2	8,2	8,2	8,3	8,4
Zinsaufwand aufgrund Anpassung Rechnungszinssatz Annuisierter Aufwand und Auszahlung	(0,7)	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,1)
EBITDA (adjustiert)	6,8	7,8	7,8	7,8	7,8	8,3
Umsatzerlöse EBITDA (adjustiert) - Marge	33,6 20,1%	35,2 22,2%	35,7 21,9%	36,1 21,5%	36,6 21,2%	37,0 22,4%

Quelle: PwC-Analyse

b) Phase der ewigen Rente

- 205. Ausgehend von einem EBITDA (bereinigt) im Jahr 2016 i.H.v. 8,7 Mio. EUR führt die beschriebene Entwicklung bei den einzelnen Ertrags- und Aufwandsposten im Jahr 2017 zunächst zu einem Rückgang auf 7,5 Mio. EUR bzw. auf 6,8 Mio. EUR (adjustiert). Dieser Rückgang ist im Wesentlichen auf die ab dem Jahr 2017 einsetzende vollständige Verrechnung des Lohn- und Gehaltsaufwands von Mitarbeitern, die bei der FinTech Group AG angestellt sind, auf die XCOM AG zurückzuführen. Im Planungszeitraum wird dann ein Anwachsen des EBITDA (adjustiert) auf 7,8 Mio. EUR erwartet. Dies entspricht einer Wachstumsrate von 3,5% (CAGR). Dabei soll sich die EBITDA-Marge (adjustiert) von 20,1% im Jahr 2017 auf 21,2% im Jahr 2021 leicht verbessern.
- 206. Wir haben für die vom Management der Gesellschaft angestrebte EBITDA-Marge des Jahres 2021 eine Benchmark-Analyse erstellt. Für 45 von uns als grundsätzlich vergleichbar erachteten Unternehmen (siehe hierzu Abschnitt E.II.1.) liegt die EBITDA-Marge bezogen auf das Jahr 2016 im Median bei 17,5%, wobei die jeweilige Marge auf Basis der veröffentlichten, nicht bereinigten Ergebnis- bzw. Umsatzgrößen ermittelt wurde. Auf Basis von Analystenschätzungen, die demgegenüber eher auf ein nachhaltig zu erwartendes Ergebnis abzielen, wird für das Jahr 2017 eine EBITDA-Marge von 21,3% im Median ermittelt. Vor diesem Hintergrund erachten wir die von der Gesellschaft für das Jahr 2021 geplante EBITDA-Marge (adjustiert) von 21,2% als plausibel.
- 207. Weiterhin erachten wir es auch für sachgerecht, für das Übergangsjahr 2022 und für die Phase der ewigen Rente eine EBITDA-Marge (adjustiert) von 22,4% zugrunde zu legen. Diese liegt leicht oberhalb der im Markt allgemein erwarteten nachhaltigen Marge (21,3%), ebenfalls leicht oberhalb der EBITDA-Marge (adjustiert) im letzten Detailplanungsjahr (21,2%) und leicht unterhalb der in der Vergangenheit erzielten (bereinigten) EBITDA-Marge (23,0%). Dabei haben wir unterstellt, dass es der Gesellschaft auch auf lange Sicht gelingen wird, eine marktübliche Rendite zu erwirtschaften. Weiterhin haben wir dabei angenommen, dass das für die Zukunft angestrebte Umsatzwachstum trotz des grundsätzlich volumenbeschränkten Marktes keinen negativen Effekt auf die Marge haben wird, sondern hier noch eine leichte Verbesserung eintreten wird.

208. Die EBITDA-Marge (adjusted) von 22,4% haben wir auf die für das Übergangsjahr 2022 erwarteten Umsatzerlöse von 36,9 Mio. EUR und auf das für die ewige Rente nachhaltig erwartete Umsatzniveau von 37,3 Mio. EUR bezogen. Nachdem die Umsatzerlöse im Planungszeitraum mit vergleichsweise konstanten, nur leicht positiven Wachstumsraten ansteigen, haben wir das nachhaltige Umsatzniveau im Übergangsjahr 2022 und im ersten Jahr der ewigen Rente (2023) auf Basis des Umsatzes im letzten Detailplanungsjahr unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate von 1,0% zugrunde gelegt. Im Ergebnis ergibt sich auf dieser Grundlage für das Übergangsjahr ein EBITDA (adjustiert) von 8,3 Mio. EUR und für die Phase der ewigen Rente ein nachhaltig zu erwartendes EBITDA von 8,4 Mio. EUR.

c) Nettoausschüttungen nach persönlichen Steuern

209. Die für den Geschäftsbereich XCOM prognostizierten Ergebnisse vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) haben wir in der Detailplanungsphase, im Übergangsjahr und in der Phase der ewigen Rente unter Berücksichtigung der Abschreibungen, des Zinsergebnisses, der anfallenden Unternehmenssteuern und der Ertragsteuern der Anteilseigner in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt. Auf Basis der nachstehend beschriebenen Vorgehensweise und getroffenen Annahmen leiten sich die erwarteten Nettoausschüttungen an die Anteilseigner wie folgt ab:

XCOM
Zu diskontierende Nettoausschüttungen

in Mio. EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Ewige Rente ab 2023
EBITDA (adjustiert)	6,8	7,8	7,8	7,8	7,8	8,3	8,4
Abschreibungen	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
EBIT	5,3	6,4	6,4	6,3	6,3	6,8	6,9
Zinsergebnis	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	0,0	0,0	(0,1)
EBT	5,1	6,2	6,2	6,3	6,3	6,8	6,8
Unternehmensteuern	(1,6)	(1,9)	(1,9)	(2,0)	(2,0)	(2,1)	(2,1)
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	3,5	4,3	4,3	4,3	4,4	4,7	4,7
Thesaurierung	-	-	-	-	-	-	(2,3)
Ausschüttung	3,5	4,3	4,3	4,3	4,4	4,7	2,3
Persönliche Ertragsteuern	(0,9)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,2)	(0,6)
Ausschüttung (nach ESt)	2,6	3,1	3,1	3,2	3,2	3,5	1,7
Fiktive Zurechnung von Thesaurierung	-	-	-	-	-	-	2,3
Persönliche Ertragsteuern auf fiktive Zurechnung	-	-	-	-	-	-	(0,3)
Zu diskontierende Nettoausschüttung	2,6	3,1	3,1	3,2	3,2	3,5	3,8

Quelle: XCOM AG, PwC-Analyse

210. Das Zinsergebnis ist ausgehend von der Bilanz- und Finanzplanung für die einzelnen Planjahre abgeleitet worden. Aufgrund der Auskehrung nicht betriebsnotwendiger liquider Mittel, der niedrigen Verschuldung der Gesellschaft sowie des aktuell niedrigen Zinsniveaus ist das Zinsergebnis insgesamt von untergeordneter Bedeutung. Die Haben- und Soll-Zinssätze haben wir im Detailplanungszeitraum und in der ewigen Rente auf Grundlage marktüblicher Zinsen und aktueller Konditionen der Gesellschaft angesetzt.

- 211. Betriebliche Ertragsteuern haben wir auf Grundlage des anwendbaren Durchschnitts-Steuersatzes der XCOM AG angesetzt. Dabei wurden für die in Deutschland anfallenden Unternehmenssteuern (Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) berücksichtigt.
- 212. Während die Ausschüttungsquote im Detailplanungszeitraum und im Übergangsjahr entsprechend der Unternehmensplanung auf 100 % fixiert wurde, haben wir für den Zeitraum der ewigen Rente eine langfristig zu erwartende marktübliche Ausschüttungsquote von 50,0 % angenommen. Diese Ausschüttungsquote orientiert sich an historisch beobachtbaren Ausschüttungsquoten deutscher Unternehmen.
- 213. Da der Unternehmenswert aus der Sicht der Unternehmenseigner ermittelt wird, ist die Steuerbelastung der Anteilseigner auf die Ausschüttungen aus dem Unternehmen sowie auf die Kursgewinne (fiktiv zugerechnete Thesaurierungsbeträge) zu berücksichtigen. Aus den unterschiedlichen Zufluss- und Realisierungszeitpunkten resultieren unterschiedliche effektive Steuerbelastungen. Die effektive Steuerlast für Zinsen und Dividenden entspricht regelmäßig der nominellen Steuerbelastung. Die effektive Steuerbelastung auf zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen hängt dagegen vom Zeitpunkt der Realisierung der Wertsteigerung ab. Sie reduziert sich mit der zunehmenden Haltedauer eines Wertpapiers durch den Anteilseigner.
- 214. Entsprechend den Empfehlungen des IDW sind wir im vorliegenden Bewertungsfall für die Ausschüttungen von einem typisierten persönlichen Steuersatz in Höhe der Abgeltungsteuer von 25,0 % zzgl. Solidaritätszuschlag von 5,5 % ausgegangen. Thesaurierungen führen zu Wertsteigerungen, die auf Basis der getroffenen Typisierung einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung unterliegen. Diese haben wir unter Annahme langer Haltedauern mit 13,2 % (einschließlich Solidaritätszuschlag) bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern berücksichtigt.

2. biw

a) Detailplanungsphase

215. Die folgende Tabelle zeigt die Planungsrechnung für den Geschäftsbereich biw für die Planjahre 2017 bis 2021 sowie nachrichtlich das Vergangenheitsjahr 2016:

Geschäftsbereich biw Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Umsatzerlöse IT-Geschäft	0,0	-	-	-	-	-
Provisionserträge	59,2	55,4	58,4	60,7	62,7	64,6
Zinserträge	4,5	9,7	11,6	10,5	11,1	11,7
Sonstige betriebliche Erträge	7,0	10,3	10,6	10,9	11,2	11,6
Umsatzerlöse	70,7	75,4	80,6	82,1	85,1	87,9
Aufwand IT-Geschäft	(1,6)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
Provisionsaufwand	(24,7)	(29,2)	(31,0)	(31,9)	(32,6)	(33,5)
Zinsaufwand	(1,3)	(1,8)	(2,1)	(2,3)	(2,5)	(2,7)
Sonstiger betrieblicher Aufwand	(4,9)	(6,1)	(6,3)	(6,4)	(6,5)	(6,7)
Materialaufwand	(32,4)	(38,6)	(40,9)	(42,1)	(43,1)	(44,5)
Deckungsbeitrag I	38,3	36,8	39,8	40,0	42,0	43,4
Personalaufwand	(6,9)	(10,0)	(10,3)	(10,5)	(10,7)	(10,9)
Sonstige betr. Aufwendungen	(19,6)	(17,0)	(17,2)	(16,6)	(16,6)	(16,7)
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	11,9	9,8	12,3	13,0	14,7	15,9
Abschreibungen auf Vermögenswerte	(0,5)	(0,4)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)
Operatives Ergebnis (EBIT)	11,4	9,3	12,1	12,8	14,5	15,8
Übrige Finanz-/Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Übrige Finanz-/Zinsaufwendungen	(1,0)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	-
Finanzergebnis	(1,0)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	0,0
Ergebnis vor Steuern (EBT)	10,4	9,2	11,9	12,8	14,5	15,8

Quelle: biw

- 216. Die Entwicklung der Umsatzerlöse wird wesentlich geprägt durch die Erwartungen der Gesellschaft zur Entwicklung der Provisionserträge. Im gesamten Planungszeitraum liegt der Anteil der Provisionserträge an den Umsatzerlösen auf einem Niveau von 72,4% bis 74,0% und wird damit nahezu konstant geplant. Die Provisionserträge sollen sich, ausgehend von 59,2 Mio. EUR im Jahr 2016, auf 64,6 Mio. EUR im Jahr 2021 entwickeln. Das geplante Wachstum der Provisionserträge im Planungszeitraum 2017 bis 2021 von jährlich durchschnittlich rd. 3,9% reflektiert im Vergleich zum breiteren FinTech-Markt die aufgrund der Marktkonsolidierung der vergangenen Jahre fortgeschrittene Marktreife des Online-Brokeragesektors. Ursächlich für den Rückgang der Provisionserträge im Jahresvergleich 2016/2017 sind im Wesentlichen Umgliederungen zwischen den Provisionserträgen und den sonstigen betrieblichen Erträgen. Insbesondere wurden in 2016 das Devisenkursergebnis i.H.v. rd. 1,4 Mio. EUR, der Ergebnisbeitrag der BankM i.H.v. rd. 2,5 Mio. EUR, der Ergebnisbeitrag der KochBank i.H.v. rd. 2,5 Mio. EUR sowie eine anteilige Rückvergütung der XCOM für den Arbitragehandel i.H.v. rd. 0,4 Mio. EUR in den Provisionserträgen ausgewiesen. Dem stehen im Jahresvergleich gesteigerte Erträge aus dem Brokeragegeschäft sowie dem Neukundengeschäft in den sonstigen Geschäftsfeldern entgegen.
- 217. Die Entwicklung der Provisionserträge korreliert mit den Prognosen zur Anzahl der in einem Geschäftsjahr durchgeführten Wertpapiertransaktionen. Dabei differenziert die biw aufgrund unterschiedlicher Kundengruppen zwischen den Brokern flatex GmbH, ViTrade GmbH und andere (z.B. Brokerport) sowie zwischen den Produktgruppen Kassa, OTC, CFD und FX. Die Historie hat gezeigt, dass die Kunden der flatex GmbH stark auf politische bzw. globalwirtschaftliche Ereignisse reagieren. Aufgrund der anstehenden Wahlen in Frankreich und Deutschland, der Halbzeitwahlen

in den USA sowie zinspolitischer Entscheidungen wurde für die Planjahre 2017 und 2018 daher ein vergleichsweise starkes Wachstum von 5,0% in den Produktgruppen Kassa und OTC geplant, welches im weiteren Planungsverlauf auf 2,0% zurückgeht. Für den CFD Handel wurde aufgrund restriktiverer Vorgaben des Regulators für alle operativen Gesellschaften nur ein moderates Wachstum von 1,0% p.a. geplant. Die übrigen Kunden hingegen, insbesondere die der ViTrade GmbH (sog. Heavy-Trader), handeln weitestgehend unabhängig von politischen Großereignissen auf einem konstant hohen Niveau. Für die OTC- und Kassageschäfte dieser Kundengruppen wurde daher nur ein Wachstum von 0,5% im Planungszeitraum vorgesehen. Insgesamt erscheint die auf einer Fortschreibung des zyklischen Jahresverlaufs der Vorjahre basierende Planung der Anzahl erwarteter Wertpapiertransaktionen nachvollziehbar und plausibel.

- 218. Für die ebenfalls in den Provisionserträgen abgebildete Entwicklung des Bestandsgeschäfts der Bereiche Custodian Business, Payment, Banking/Mandanten und Sonstige wird ein jährlich durchschnittliches Wachstum von -4,1%, 2,0%, -0,1% bzw. 15,3% geplant. Im Custodian Business wird die aufgrund Geschäftsauslauf rückläufige Entwicklung von Jung DMS fortgeschrieben, was die negative Wachstumsrate erklärt. Gleichfalls wird im Bereich Banking/Mandanten der Wegfall der IKB in der Planung berücksichtigt, welche durch das Bestandsgeschäft mit der Pfandbriefbank sowie Whitebox sukzessive kompensiert werden soll. Das starke Wachstum im Bereich Sonstige ist im Wesentlichen bedingt durch die Fortschreibung der positiven Entwicklung bei auxmoney, micropayment, Savedo und Crosslend. Die Planung des Neugeschäfts 2017 basiert nach Angaben der Bank auf tatsächlichen abgegebenen Preisindikationen für vier im Fokus stehende Neukunden. Zudem ist für die Folgejahre der Hinzugewinn jeweils eines weiteren großen Neukunden in der Planung abgebildet.
- 219. Für den Zinsertrag ist, ausgehend von einem Niveau von 4,5 Mio. EUR im Jahr 2016, ein Wachstum auf 11,7 Mio. EUR im Jahr 2021 vorgesehen. Dies entspricht einem jährlich durchschnittlichen Wachstum von 21,2 % (CAGR). Der Anstieg basiert im Wesentlichen auf dem im aktuellen Geschäftsjahr initiierten Ausbau des Kreditportfolios. Die biw plant mit einer Steigerung der Kreditausreichungen von 125,0 Mio. EUR im Jahre 2016 auf 242,0 Mio. EUR in 2017 bis hin zu 311,9 Mio. EUR im Jahr 2021, was einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate von 20,1% entspricht. Zur Ermittlung des Zinsertrages wird mit den tatsächlichen Kundenkonditionen geplant, was bei einem aktuell vorherrschenden Zinsniveau von nahe null Prozent als valide Planungsannahme betrachtet werden kann. Für den gesamten Planungszeitraum ergibt sich daraus eine durchschnittliche gewichtete Bruttozinsmarge von rd. 3,9%, die über die einzelnen Planjahre auf einem annähernd konstanten Niveau geplant wird. Zum ersten Quartal 2017 konnte das Kreditportfolio bereits auf 153,3 Mio. EUR ausgebaut werden, wodurch rd. ein Viertel (24,1%) des gegenüber dem Vorjahr geplanten Wachstums realisiert werden konnte. Die durchschnittlich realisierte Rendite auf das Kreditexposure lag in diesem Zeitraum bei rd. 4,4% und damit leicht über dem durchschnittlichen Planansatz.

- 220. Für die Jahre 2017 und 2018 wird zudem die Weiterreichung der negativen EZB-Einlagenzinsen an die Kunden im Zinsertrag berücksichtigt. Der sich hieraus ergebende Ertrag wird anhand der Höhe der Kundeneinlagen (800 bis 950 Mio. EUR) sowie des tatsächlich in Rechnung gestellten Zinssatzes von 0,4% ermittelt. Für das Jahr 2018 ist ein sukzessiver Auslauf dieser Praxis geplant. Die Einführung negativer Einlagenzinsen führte zwar zu einem Abfluss von rd. 30% der Kundeneinlagen, hatte auskunftsgemäß jedoch keinen Einfluss auf die Tradingaktivitäten.
- 221. In den sonstigen betrieblichen Erträgen sind insbesondere Erträge aus dem Arbitragegeschäft sowie die Erträge aus den Bereichen ECM / ECM – Trading abgebildet. Der Arbitragehandel wurde im laufenden Geschäftsjahr von der XCOM auf die biw übertragen, wodurch die sonstigen betrieblichen Erträge in 2017 um rd. 1,9 Mio. EUR gegenüber dem Vorjahr ansteigen. Ausgangspunkt der Planung des Arbitragegeschäfts bildet ein historisch ermittelter Durchschnittswert, welcher gemäß den der Planung zugrundeliegenden Wachstumsraten geplant wird. Zudem ist in den sonstigen betrieblichen Erträgen im Bereich ECM / ECM - Trading nach der Umgliederung aus dem Provisionsertrag seit 2017 der Ergebnisbeitrag der BankM i.H.v. rd. 2,8 Mio. EUR, der Ergebnisbeitrag KochBank i.H.v. rd. 2,7 Mio. EUR sowie das Devisenergebnis i.H.v. rd. 1,3 Mio. EUR enthalten. Für den Bereich ECM ist ein moderates Wachstum im Zahlstellen- und IPO-Geschäft vorgesehen. Das Wachstum im Bereich ECM – Trading resultiert im Wesentlichen aus einer weiterhin positiven Einschätzung zur Entwicklung des durch die Marke KochBank repräsentierten Segments Equity Brokerage. Insgesamt führen die Umgliederungen aus dem Provisionsertrag (in Summe rd. 8,7 Mio. EUR) sowie die in 2017 entfallenden Sondereffekte (Auflösung von Einzelwertberichtigungen bzw. Rückstellungen, siehe Tz. 136) zu im Jahresvergleich 2016/2017 um rd. 3,3 Mio. EUR ansteigend geplanten sonstigen betrieblichen Erträgen.
- 222. Der Aufwand im IT-Geschäft resultiert ausschließlich aus der ViTrade GmbH. Darin abgebildet sind im Wesentlichen Lizenzgebühren für die Kursversorgung der Trader sowie eine Aufwandspauschale für die von der XCOM bezogenen IT-Leistungen. Ursächlich für das moderate Wachstum im Planungszeitraum 2017 bis 2021 (CAGR 0,6%) ist die Aufwandspauschale der XCOM, für die aufgrund der zwischen den Gesellschaften getroffenen Vereinbarung ein konstantes Niveau geplant wurde.
- 223. Die Provisionsaufwendungen werden analog zu den Provisionserträgen geplant und bilden im Wesentlichen den Anteil der an die verbundenen Unternehmen (insbesondere flatex GmbH) ausgekehrten Ergebnisbestandteile ab. Diesen Sachverhalt widerspiegelnd liegt das Verhältnis der Provisionsaufwendungen zu den Provisionserträgen im gesamten Planungszeitraum auf einem nahezu konstanten Niveau zwischen 51,9% und 53,0%. Ebenfalls im Provisionsaufwand abgebildet sind Aufwendungen für die Bereitstellung von Arbitrage-Systemen durch die XCOM i.H.v. rd. 0,6 Mio. EUR p.a., welche gemäß der vertraglichen Vereinbarungen fakturiert werden. Im Durchschnitt wird mit einem Nettoertrag aus dem Arbitragegeschäft in Höhe von 100 Tsd. EUR pro Monat geplant. Weitere Gründe für den Anstieg der Provisionsaufwendungen im Jahresver-

gleich 2016/2017 - neben dem Ausbau des Brokeragegeschäfts und der Umgliederung des Arbitragehandels - sind im Wesentlichen Aufwendungen im Zusammenhang mit der Einführung des TARGET2-Securities Systems (Plattform für die zentrale Abwicklung von Wertpapiergeschäften in der EU) i.H.v. rd. 1,4 Mio. EUR, ein nicht an die Kunden weiterbelastbarer Anstieg der Verwahrkosten bei Auslandsbörsen (rd. 0,3 Mio. EUR) sowie erhöhte Aufwendungen aus dem Neukundengeschäft (rd. 0,3 Mio. EUR).

- 224. Vergleichbar zu den Provisionsaufwendungen beinhalten die Zinsaufwendungen im Wesentlichen den an die flatex GmbH weitergeleiteten Anteil der Zinserträge aus dem Kreditgeschäft mit flatex-Kunden (Lombard- und flex-Kredite). Gemäß der vertraglichen Vereinbarungen werden 75,0% dieser Erträge als Entgelt für die Vertriebsleistung weitergereicht. Das Verhältnis Zinsaufwand zu Zinsertrag liegt in den ersten beiden Planjahren bei 18,8% bzw. 18,4% und steigt mit dem Wegfall der Zinserträge aus der Weiterbelastung der Negativzinsen auf Kundeneinlagen auf ein Niveau von 22,3% bis 23,3%.
- 225. Im sonstigen betrieblichen Aufwand sind insbesondere die Aufwendungen aus den Bereichen ECM/ECM Trading sowie erwartete Verluste aus dem Arbitragehandel abgebildet. Im Jahresvergleich 2016/2017 erhöht sich der sonstige betriebliche Aufwand um rd. 1,2 Mio. EUR, wovon rd. 0,5 Mio. EUR auf den Arbitragehandel und rd. 0,6 Mio. EUR auf die BankM entfallen. Während sich die Aufwendungen im Bereich ECM Trading analog zu den entsprechenden Erträgen entwickeln (konstante Aufwandsquote von 66,2% im Planungszeitraum) wird für den Bereich ECM mit einem leichten Rückgang der Aufwendungen im Zeitablauf aufgrund der Standardisierung von IPO-Prozessen und infolgedessen mit einer Ausweitung der Margen geplant. Potenzielle Verluste aus dem Arbitragegeschäft werden anhand eines historisch abgeleiteten Pauschalansatzes i.H.v. 40 Tsd. EUR pro Monat in der Planungsrechnung berücksichtigt. Insgesamt ergibt sich daraus ein jährlich durchschnittliches Wachstum des sonstigen betrieblichen Aufwandes von 6,6%, welches um 4 Prozentpunkte unter der korrespondierenden Wachstumsrate der sonstigen betrieblichen Erträge liegt.
- 226. Die Entwicklung des Personalaufwandes wird im Wesentlichen von der geplanten Entwicklung der Gehälter und Sozialabgaben bestimmt. Für beide Positionen ist ein Wachstum gemäß der allgemeinen Preissteigerungsraten vorgesehen, was in einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate von 1,9% bzw. 2,5% im Planungszeitraum 2017 bis 2021 resultiert. In der Planung berücksichtigt ist der Aufbau sechs neuer Mitarbeiterkapazitäten im Bereich Customer Service, drei neuer Mitarbeiter in der Wertpapierabwicklung sowie zwei neuer Mitarbeiter in Revision und Treasury. Ein Teil der zusätzlichen Aufwendungen kann durch das Ausscheiden eines Vorstandes in 2017 kompensiert werden. Annahmegemäß gleichen sich Effizienzgewinne und Gehaltssteigerungen in den ersten Planjahren aus. Insgesamt ist das Verhältnis Personalkosten zu Umsatzerlösen leicht rückläufig (13,3% in 2017, 12,4% in 2021), was insbesondere im Ausbau des vergleichsweise weniger personalintensiven Kreditgeschäfts begründet liegt. Der Anstieg des Personalaufwands im

- Jahresvergleich 2016/2017 ist zudem durch die Anpassung einer Managementumlage mit der XCOM und FinTech-Group i.H.v. jährlich rd. 1,8 Mio. EUR (in 2016 rd. 1,2 Mio. EUR) bedingt.
- 227. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen entwickeln sich im Planungszeitraum insgesamt leicht rückläufig. Der im Jahresvergleich 2016/2017 deutliche Rückgang um rd. 2,6 Mio. EUR ist im Wesentlichen auf eine Reduzierung des Sportsponsorings sowie geringere Beiträge und Gebühren zurückzuführen. Während für das Gros der Einzelpositionen im Planungszeitraum eine geringe positive Wachstumsrate auf Niveau der Inflationsrate vorgesehen ist, ist die insgesamt rückläufige Entwicklung im Wesentlichen auf die Positionen EDV- und Telekommunikationskosten sowie Sonstige Kosten zurückzuführen. Die EDV- und Telekommunikationskosten sollen durch verstärkte Nutzung kostengünstiger moderner Technologien (z.B. VoIP) reduziert werden. Die Entwicklung der Sonstigen Kosten erklärt sich im Wesentlichen aus der Vorgehensweise bei der Planung der Risikovorsorge für das Kreditgeschäft. Insgesamt ist die Bildung einer Risikovorsorge i.H.v. 0,5% des Kreditbestandes zum Ende der jeweiligen Planungsperiode vorgesehen, wobei die initiale Bildung über die beiden Planjahre 2017 und 2018 zu je 50,0% erfolgt. Dadurch entstehen in diesen Jahren Aufwendungen von 0,6 bzw. 0,7 Mio. EUR. In den Folgejahren erfolgt eine Zuführung zu der Risikovorsorge lediglich in Höhe des Kreditwachstums. Implizit wird damit unterstellt, dass es zu keinen Ausfällen im Kreditgeschäft kommt.
- 228. Insgesamt und auf Basis der beschriebenen Entwicklung von Erträgen und Aufwendungen ergibt sich eine von 73,4% in 2017 auf 63,4% in 2021 um zehn Prozentpunkte rückläufige Cost-Income-Ratio (Verhältnis Personal- und sonstiger betrieblicher Aufwand zu Deckungsbeitrag I). Diese korrespondiert mit einer im Planungszeitraum von 13,0% auf 18,1% steigenden EBITDA-Marge. Beide Kennzahlen spiegeln die geplante Ausweitung der Erträge (insbesondere im Kreditgeschäft) bei gleichzeitig geplanten Effizienzgewinnen auf der Kostenseite wider. Aufgrund rückläufig geplanter Abschreibungen auf Vermögenswerte (CAGR 2016 bis 2021: 25,4%) sowie einem im Planungszeitraum zunehmend rückläufigen negativen Finanzergebnis wird die skizzierte positive Ergebnisentwicklung der biw weiter verstärkt. Insgesamt und unter Berücksichtigung von Abschreibungen und Investitionen auf Ebene der biw AG und der ViTrade GmbH ergibt sich für den Geschäftsbereich biw ein jährlich durchschnittliches Wachstum des Vorsteuerergebnisses von 8,7%.
- 229. Die Entwicklung der Umsatzerlöse und des EBT im Detailplanungszeitraum spiegelt insbesondere die Erwartungen der Gesellschaft bezüglich der Entwicklung des Brokerage- und Kreditgeschäfts sowie der Effizienzsteigerung wider. Dabei stellt das Kreditgeschäft den wesentlichen Wachstumstreiber dar. Die angestrebte Profitabilität ist insbesondere auch davon abhängig, wie sich die Volatilität der Märkte in den kommenden Jahren entwickelt und ob es gelingt, das Kreditportfolio wie erwartet auszubauen und die geplanten Zinsmargen zu realisieren. Vor dem Hintergrund stark steigender Umsatzerlöse im Planungszeitraum und einer sukzessive verbesserten Profitabilität schätzen wir die Ziele der Gesellschaft im Geschäftsbereich biw als ambitioniert, aber realisierbar ein.

b) Phase der ewigen Rente

- 230. Auf Basis der vorstehenden Analysen haben wir in Bezug auf ein nachhaltig zu erwartendes Umsatz- und Ergebnisniveau der biw die folgenden Überlegungen angestellt:
- 231. Das Geschäft der biw, insbesondere das Brokeragegeschäft, ist in weiten Teilen von der Volatilität der Aktienmärkte geprägt, deren Entwicklung nur schwer zu prognostizieren ist. Jedoch hat die Analyse der Planungstreue gezeigt, dass es der Gesellschaft in den vergangenen Jahren 2014 bis 2016 regelmäßig gelang, den geplanten Provisionsüberschuss mit einer Abweichung von ca. +/- 2,0% zu erreichen.
- 232. Die Planung des Ausbaus des Kreditportfolios ist aufgrund der fehlenden Erfahrungswerte naturgemäß mit Unsicherheiten verbunden. Auf Basis der für das erste Quartal 2017 realisierten Zahlen zur Ausweitung des Kreditportfolios sowie am Markt realisierter Zinssätze hat die Bank jedoch gezeigt, dass sie in der Lage ist, die ambitionierten Wachstumsziele auch zu erreichen.
- 233. Das Planniveau bei den Personal- und Sachkosten wurde in der Vergangenheit regelmäßig überschritten. Im Rahmen der vorliegenden Planung geht die Bank von Effizienzsteigerungen und dadurch von insgesamt unter dem Niveau der Umsatzplanung zurückbleibenden Wachstumsraten aus. Vor dem Hintergrund der letzten Planungsrunde kann erwartet werden, dass sich die Bank zukünftig auf Planniveau bewegt.
- 234. Die für das letzte Planjahr 2021 geplante EBITDA-Marge liegt mit 18,1% um 1,3 Prozentpunkte über dem in 2016 realisierten Wert. Die Cost-Income Ratio liegt mit 63,4% um 5,6 Prozentpunkte darunter. Beide Veränderungen der Kennzahlen sind unseres Erachtens Anzeichen einer ambitionierten Planung. Der von 16,6% in 2016 auf 13,7% in 2021 rückläufige Return on Equity ist auf die durch den Ausbau des Kreditgeschäfts notwendige Erhöhung der Eigenkapitalquote zurückzuführen und daher nicht als Indikator einer entgegengesetzten Entwicklung zu verstehen.
- 235. Vor diesem Hintergrund halten wir ein nachhaltiges Ergebnisniveau in Höhe des im letzten Planjahr 2021 realisierten Ergebnisses vor Steuern für angemessen. Dieses Niveau berücksichtigt die langfristige Entwicklung im Brokeragegeschäft, den durch die aktuellen unternehmenspolitischen Entscheidungen verwurzelten Ausbau des Kreditgeschäfts sowie eine geplante kostenseitige Effizienzsteigerung.

c) Nettoausschüttungen nach persönlichen Steuern

236. Bei der Ableitung der Nettoausschüttungen nach persönlichen Steuern haben wir eine Planungsverlängerung um drei Jahre vorgenommen, um die weitere Stärkung der Eigenkapitalquote zu berücksichtigen. Die prognostizierten Ergebnisse vor Steuern (EBT) haben wir unter Berücksichtigung des um die jenseits des Detailplanungszeitraums erwarteten Thesaurierungen angepassten Kapitaldispositionsbeitrages, der Unternehmenssteuern, der Besteuerung nicht-abzugsfähiger Be-

triebsausgaben sowie der Ertragsteuern der Anteilseigner in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt. Auf Basis der nachstehend beschriebenen Vorgehensweise und getroffenen Annahmen leiten sich die erwarteten Nettoausschüttungen an die Anteilseigner wie folgt ab:

biwZu diskontierende Nettoausschüttungen

in Mio. EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Ewige Rente ab 2025
EBT - ohne Anpassungen	9,2	11,9	12,8	14,5	15,8	16,0	16,1	16,3	16,4
Anpassung Kapitaldispositionsbeitrag	-	-	-	-	-	-	-	0,1	0,2
EBT - nach Anpassungen	9,2	11,9	12,8	14,5	15,8	16,0	16,1	16,4	16,6
Unternehmenssteuern	(2,9)	(3,7)	(4,0)	(4,5)	(4,9)	(5,0)	(5,0)	(5,1)	(5,2)
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	6,3	8,2	8,8	10,0	10,9	11,0	11,1	11,3	11,5
Thesaurierung davon regulatorische Anforderungen davon Wiederanlage zu Eigenkapitalkosten	(5,1)	(7,0)	(7,6)	(8,9)	(9,8)	(8,9)	(9,0)	(1,0)	(5,7) (1,0) (4,7)
Kapitalherabsetzung (+) / Kapitalerhöhung (-)	1,8	-	-	-	-	-	-	-	
Ausschüttung aus Ergebnis nach Steuern	3,0	1,2	1,2	1,1	1,1	2,1	2,1	10,3	5,7
Besteuerung nicht-abzugsfähige Betriebsausgaben	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,3)	(0,2)
Gewinnausschüttung	2,9	1,2	1,2	1,1	1,1	2,0	2,0	10,0	5,6
Persönliche Ertragssteuern	(8,0)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,5)	(0,5)	(2,6)	(1,5)
Ausschüttung (nach ESt)	2,1	0,9	0,9	8,0	8,0	1,5	1,5	7,4	4,1
Fiktive Zurechnung von Thesaurierungen Besteuerung nicht-abzugsfähige Betriebsausgaben Persönliche Ertragssteuer auf fiktive Zurechnung									4,7 (0,1) (0,6)
Zu diskontierende Nettoausschüttungen	2,1	0,9	0,9	0,8	0,8	1,5	1,5	7,4	8,1

Quelle: XCOM AG, PwC-Analyse

- 237. Betriebliche Ertragsteuern haben wir in Höhe der für die biw AG durchschnittlichen Steuerquote von 31,2% angesetzt. Dabei wurden für die in Deutschland anfallenden Unternehmenssteuern grundsätzlich die Gewerbesteuer, die Körperschaftsteuer und der Solidaritätszuschlag unter Berücksichtigung der anteiligen Besteuerung von Beteiligungserträgen als nicht abzugsfähige Betriebsausgaben angesetzt.
- 238. Abweichend zur XCOM wurden die Ausschüttungen der biw nicht anhand einer fixen Ausschüttungsquote, sondern wie bei der Bewertung von Banken üblich an den aufsichtsrechtlichen Vorgaben zur Höhe des vorzuhaltenden haftenden Eigenkapitals geplant. Dabei wird im Allgemeinen angenommen, dass der Anteil des Jahresüberschusses, welcher nicht zur Erreichung der aufsichtsrechtlichen bzw. dem Wettbewerbsumfeld entsprechenden Kapitalquoten im Folgejahr thesauriert werden muss, ausgeschüttet werden kann.
- 239. Im konkreten Fall der biw haben wir die Höhe der Ausschüttung im Planungszeitraum anhand der von der Gesellschaft geplanten Kernkapitalquote (haftendes Eigenkapital im Verhältnis zu RWA) bemessen. Die Kapitalplanung der biw sieht eine im Zeitverlauf von 11,9% in 2017 auf 18,3% in 2022 steigende Kernkapitalquote vor. Nachhaltig plant die Gesellschaft jedoch mit einer höheren, auf dem Niveau der Wettbewerber liegenden Kernkapitalquote von 22,0%. Damit wird der historisch bedingten, relativen Unterkapitalisierung mittel- bis langfristig entsprechend entgegengewirkt. Die Gesellschaft trägt damit auch der Anpassung ihres Geschäftsmodells Rechnung: Wurde historisch ein Großteil der Anlagen des Passivüberhangs bei der Europäischen Zentralbank getä-

tigt, so erfordert der Ausbau des risikoreicheren Kreditgeschäfts eine zunehmende Stärkung der Kapitaldeckung.

240. Wir haben die von der Gesellschaft genannten Ziel-Kapitalquoten durch eigene Analysen verprobt. Dazu haben wir die in den vergangenen drei Jahren von den Wettbewerbern realisierten Kernkapitalquoten erhoben und vergleichend nebeneinander gestellt. Da nicht alle Peer-Unternehmen die entsprechenden Kapitalquoten veröffentlichen, konnten wir nur die in der nachfolgenden Tabelle aufgelisteten Unternehmen in unsere Analyse mit einbeziehen. Die Auswertung zeigt, dass die Peer-Unternehmen eine Kernkapitalquote von durchschnittlich rd. 30,0% erreichen. Die von der biw angestrebte Kapitalquote von 22,0% liegt damit auf dem Durchschnittsniveau des ersten Quartil der Vergleichsunternehmen.

biw - Peer-Group
Tier 1 Capital Ratio

in %	2014	2015	2016	Ø
comdirect bank Aktiengesellschaft	42,1	36,3	38,8	39,1
Swissquote Group Holding Ltd	23,3	22,0	24,5	23,3
BinckBank N.V.	37,1	40,2	31,9	36,4
E*TRADE Financial Corporation	19,6	39,3	38,3	32,4
Avanza Bank Holding AB	13,4	16,3	17,9	15,9
Minimum	13,4	16,3	17,9	15,9
Erstes Quartil	19,6	22,0	24,5	22,0
Mittelwert	27,1	30,8	30,3	29,4
Median	23,3	36,3	31,9	30,5
Drittel Quartil	37,1	39,3	38,3	38,2
Maximum	42,1	40,2	38,8	40,4

Quelle: Capital IQ, Geschäftsberichte, PwC-Analyse

- 241. Um die mittel- bis langfristige angestrebte Kernkapitalquote zu erreichen, sind gegenüber dem letzten Planjahr des Detailplanungszeitraums zusätzliche Thesaurierungen erforderlich. Hierzu haben wir eine Verlängerung der Planung um drei weitere Planjahre vorgenommen, innerhalb derer sowohl das Ergebnis nach Steuern als auch die RWA vereinfachend mit einer Wachstumsrate von 1,0% fortgeschrieben wurden. Auf Basis dieser Vorgehensweise wurde im Jahr 2024 die Zielkapitalquote von 22,0% erreicht, sodass unter Berücksichtigung einer nachhaltigen Wachstumsrate eine Fortschreibung in die ewige Rente erfolgen konnte. Einhergehend mit der für die Phase der ewigen Rente angenommen Wachstumsrate ist eine entsprechende Thesaurierung von Kernkapital in der Nachhaltigkeit zu berücksichtigen. Die Verzinsung dieser Thesaurierungen findet implizit ihren Niederschlag im nachhaltig wachsenden Kapitaldispositionsbeitrag.
- 242. Die Höhe des nachhaltig zu thesaurierenden Betrages ergibt sich auf Basis des von der Bank für das Jahr 2024 geplanten Kernkapitals. Auf Grundlage des angenommenen nachhaltigen Wachstums

haben wir eine notwendige nachhaltige Kernkapitalthesaurierung in Höhe von rd. 1,0 Mio. EUR ermittelt.

243. Die unten dargestellte Kapitalplanung berücksichtigt, dass der in einer Periode anfallende Jahres- überschuss erst nach dessen Feststellung in der Folgeperiode zum haftenden Eigenkapital hinzu- addiert werden kann. Zwischen der GuV- und Kapitalplanung besteht daher ein Periodenversatz. Zudem wird in 2017 eine Erhöhung der Kapitalrücklage um netto 2,0 Mio. EUR abgebildet, die aus der Verschmelzung mit der ViTrade GmbH (Einbringung von Eigenkapital in Höhe des Stammkapitals der ViTrade GmbH) resultiert. Der Bilanzgewinn der ViTrade GmbH zum 31. Dezember 2016 in Höhe von rd. 1,8 Mio. EUR wurde mit Gesellschafterbeschluss vom 10. April 2017 an die Alleingesellschafterin XCOM Finanz GmbH ausgeschüttet. Da dieser Betrag nicht zur Erreichung der Zielkapitalquote der biw für das Jahr 2017 benötigt wird, haben wir den an die XCOM Finanz GmbH ausgeschütteten Bilanzgewinn der ViTrade GmbH als zusätzliche Entnahme von Eigenkapital berücksichtigt.

biw Eigenkapitalplanung				Pla	ın				Ewige Rente
in Mio. EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	ab 2025
Haftendes EK Beginn der Periode	33,2	41,2	46,3	53,3	60,9	69,8	79,5	88,4	97,4
EAT der Vorperiode	6,0	6,3	8,2	8,8	10,0	10,9	11,0	11,1	11,3
Ausschüttung	-	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,1)	(1,1)	(2,1)	(2,1)	(10,3)
Veränderung Gewinnrücklage	6,0	5,1	7,0	7,6	8,9	9,8	8,9	9,0	1,0
Erhöhung Kapitalrücklage	3,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Zusätzliche Entnahme (-) / Zuführung (+)	(1,8)	-	-	-	-	-	-	-	-
Haftendes EK Ende der Periode	41,2	46,3	53,3	60,9	69,8	79,5	88,4	97,4	98,4
Anmerkung: Das haftende Eigenkapital wird ers	t nach Festst	ellung des Ja	ahresabschlu	sses (EAT)	um Erhöhung	der Gewinn	rücklagen an	gepasst	
Risikogewichtete Aktiva (RWA)	347,5	368,7	391,1	408,8	428,5	434,2	438,5	442,9	447,3
Bilanzsumme	1.304,9	1.458,4	1.607,1	1.747,6	1.876,4	1.990,2	2.010,1	2.030,2	2.050,5
Treuhandverbindlichkeiten	132,4	148,0	163,1	177,3	190,4	202,0	204,0	206,0	208,1
	44.00/	40.00/	40.00/	14,9%	16,3%	18,3%	20,2%	22,0%	22,0%
Kernkapitalquote	11,9%	12,6%	13,6%	14,570	10,570	10,070	20,270	22,070	22,070

Quelle: biw, PwC-Analyse

- 244. Als Nebenbedingung haben wir nachrichtlich die Entwicklung der Leverage Ratio (Bilanzsumme abzüglich Treuhandvermögen und haftendem Eigenkapital im Verhältnis zum haftenden Eigenkapital) dargestellt. Diese soll gemäß der aktuellen Empfehlung des Regulators einen Wert von 33,0 nicht übersteigen, was weder im Detailplanungszeitraum noch in der Planungsverlängerung oder der ewigen Rente der Fall ist.
- 245. Da aufgrund fortgeführter Thesaurierungen in den Jahren 2022 bis 2024 ein gegenüber der ursprünglichen Planung der biw erhöhter Eigenkapitalbestand angenommen wurde, wurde für diese Planjahre eine sich auf das Delta des Kapitalbestands beziehende zusätzliche Verzinsung (Kapitaldispositionsbeitrag) in Höhe des Basiszinssatzes (1,25%) ergebniswirksam berücksichtigt.
- 246. Für die Phase der ewigen Rente kann grundsätzlich typisierend angenommen werden, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhal-

ten der Alternativanlage ist. Wir haben ab dem Jahr 2025 eine Ausschüttungsquote von 50,0% unterstellt. Für die über die regulatorischen Anforderungen bzw. der am Wettbewerb bemessenen Ziel-Kapitalquote der Bank hinausgehenden thesaurierten Beträge wurde unterstellt, dass diese zukünftig die von den Kapitalgebern geforderten Kapitalkosten verdienen. Langfristig führen diese Erträge im Rahmen von Aktienrückkäufen bzw. Kursgewinnrealisierungen zu Zuflüssen an die Unternehmenseigner. Insofern haben wir den Barwert dieser Erträge in der ewigen Rente in Form einer fiktiven Zurechnung von Thesaurierungen abgebildet.

247. Entsprechend der Vorgehensweise bei der XCOM haben wir die Steuerbelastung der Anteilseigner auf die Ausschüttungen aus dem Unternehmen sowie auf die fiktiv zugerechneten Thesaurierungsbeträge berücksichtigt. Dabei sind wir für die Ausschüttungen von einem typisierten persönlichen Steuersatz in Höhe der Abgeltungsteuer von 25,0 % zzgl. Solidaritätszuschlag von 5,5 % ausgegangen. Thesaurierungen führen zu Wertsteigerungen, die auf Basis der getroffenen Typisierung einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung unterliegen. Diese haben wir mit 13,2 % (einschließlich Solidaritätszuschlag) bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern berücksichtigt.

III. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

- 248. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz orientiert sich an der (erwarteten) Rendite einer im Vergleich zum Bewertungsobjekt adäquaten alternativen Kapitalverwendung. Er gibt demnach an, welche Mindestverzinsung aus dem Bewertungsobjekt erzielt werden muss, um nicht schlechter zu stehen als bei einer Anlage in der nächstbesten Alternative. Bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte ist zur Bemessung der Alternativrendite grundsätzlich typisierend von erzielbaren Renditen aus einem Bündel von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) auszugehen und eine Anpassung an die Risikostruktur des Bewertungsobjekts vorzunehmen. Im Fall der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern sind die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern zu vermindern und der Kapitalisierungszinssatz ebenfalls nach Kürzung um persönliche Ertragsteuern anzusetzen.
- 249. Bei Renditen für Unternehmensanteile wird üblicherweise zwischen den Komponenten Basiszinssatz und Risikozuschlag differenziert. Zusätzlich ist die Möglichkeit des Wachstums der finanziellen Überschüsse nach dem Ende des Planungszeitraumes zu beurteilen und bewertungstechnisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.

1. Basiszinssatz

- 250. Für die Ableitung des Basiszinssatzes wurde von der Zinsstrukturkurve für deutsche Staatsanleihen ausgegangen. 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 Zerobondfaktoren gewährleistet die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz.
- 251. Zur Ableitung der maßgeblichen Zinsstrukturkurve werden aus Objektivierungsgründen die von der deutschen Bundesbank verwendete Svensson-Methode sowie veröffentlichte Zinsstrukturdaten zugrunde gelegt. 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.
- 252. Für die gegebene Struktur der finanziellen Überschüsse haben wir einen barwertäquivalenten einheitlichen Basiszinssatz aus der Zinsstrukturkurve für den Drei-Monats-Zeitraum vor dem Tag der Unterzeichnung dieser Gutachtlichen Stellungnahme abgeleitet (Quelle: Deutsche Bundesbank). Unter Berücksichtigung dieses barwertäquivalenten einheitlichen Basiszinssatzes wurde ein gerundeter Basiszinssatz von derzeit 1,25 % p. a. abgeleitet.
- 253. Zu möglichen bewertungsrelevanten Auswirkungen veränderter Zinskonditionen zwischen dem Abschluss unserer Bewertungsarbeiten und dem Tag der beschlussfassenden ordentlichen Hauptversammlung der XCOM AG (Bewertungsstichtag) verweisen wir auf Tz. 325.

2. Risikozuschlag

- 254. Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken und Chancen verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit (des Unternehmerrisikos) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien (Risikozuschläge) auf den Basiszinssatz abgelten.
- 255. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlagerisiko) eingehen, ist ein Zuschlag zum Kapitalmarktzins notwendig (Risikozuschlag). Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.
- 256. Zur Bemessung des Risikozuschlags für das zu bewertende Unternehmen kann entsprechend der Definition der Alternativinvestition auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden, die ausgehend von der für ein Marktportfolio gegebenen Marktrisikoprämie eine Abschätzung der unternehmensindividuellen Risikoprämie ermöglichen. Entsprechend den berufs-

- ständischen Verlautbarungen haben wir zur Bemessung des Risikozuschlags das so genannte Tax-CAPM herangezogen.
- 257. Auf der Grundlage des Tax-CAPM erhält man die unternehmensspezifische Risikoprämie durch Multiplikation des Beta-Faktors des Unternehmens mit der Marktrisikoprämie. Der Beta-Faktor ist ein Maß für das Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Ein Beta-Faktor größer eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Beta-Faktor kleiner eins, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.
- 258. Die künftig erwartete Marktrisikoprämie lässt sich aus der historischen Differenz zwischen der Rendite risikobehafteter Wertpapiere, beispielsweise auf Basis eines Aktienindex, und den Renditen (quasi) risikofreier Kapitalmarktanlagen abschätzen. Empirische Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt zeigen, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit je nach dem zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum durchschnittlich vier bis sieben Prozent höhere Renditen erzielten als Anlagen in (quasi) risikofreien Kapitalmarktanlagen.
- 259. Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW diskutiert in seinen Sitzungen regelmäßig die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes und aktualisiert bei nachhaltigen Veränderungen seine Empfehlungen entsprechend. Aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie basierend auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen implizit ermittelten Marktrisikoprämien kam der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft zu dem Ergebnis, dass es sachgerecht ist, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern ab September 2012 an einer Bandbreite von 5,00 % bis 6,00 % zu orientieren.
- 260. Einzelne empirische Beobachtungen zeigen relativ konstante Gesamtrenditeforderungen der Kapitalmarktteilnehmer. Das Ergebnis einer solchen relativ konstanten Gesamtrenditeforderung ist, dass in unsicheren Zeiten gestiegene Marktrisikoprämien beobachtbar sind, die rechnerisch von reduzierten Basiszinssätzen begleitet werden, und umgekehrt. In der Vergangenheit war bei relativ moderaten Schwankungen des Basiszinssatzes der Ansatz einer konstanten, aus historischen Durchschnitten abgeleiteten Marktrisikoprämie grundsätzlich sachgerecht, da aus dieser vereinfachenden Vorgehensweise im Ergebnis relativ stabile Gesamtrenditeforderungen resultierten, die als gesuchte Alternativrenditen herangezogen werden konnten und auch empirisch beobachtbar waren. In der jüngeren Vergangenheit schlugen sich jedoch die krisenbedingt hohen Volatilitäten des Basiszinssatzes immer stärker in den sich rechnerisch bei Ansatz einer konstanten Marktrisikoprämie ergebenden Gesamtrenditeforderungen nieder. Demgegenüber bewegen sich die empirisch beobachtbaren impliziten Gesamtrenditeforderungen der Marktteilnehmer aber in einem engen Korridor, was die Annahme einer langfristig stabilen Gesamtrenditeforderung empirisch stützt.

- 261. In Übereinstimmung mit dieser Betrachtung liegen die impliziten Risikoprämien bei Aktien derzeit über dem Vorkrisenniveau der Banken- und Staatsschuldenkrise. Somit legen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie auf Prognosen von Finanzanalysten basierende ex-ante Analysen zu impliziten Risikoprämien eine Orientierung eher am oberen Ende der Bandbreite historisch gemessener Aktienrenditen bzw. der daraus abgeleiteten Risikoprämien nahe.
- 262. Unter Berücksichtigung aller Umstände halten wir derzeit eine Marktrisikoprämie für die Bewertung der XCOM AG nach persönlichen Steuern von 5,50 % für sachgerecht.
- 263. Da weder die XCOM AG noch die biw AG börsennotiert sind, ist es nicht möglich, einen Beta-Faktor für das Unternehmen oder für die beiden Geschäftsbereiche aus den Kursdaten gehandelter Aktien unmittelbar abzuleiten.
- 264. Die Verwendung des Beta-Faktors des Mutterunternehmens FinTech Group AG erachten wir als nicht sachgerecht, da zum einen die XCOM AG erst im Laufe des Jahres 2015 durch die FinTech Group AG erworben wurde, und dementsprechend der Beta-Faktor des Mutterunternehmens das operative Risiko der XCOM AG nur teilweise reflektiert. Zum anderen lassen die hohen Bid/Ask-Spreads der FinTech Group AG-Aktie (Ø 5 Jahre: 3,4% / Ø 2 Jahre: 2,8% / in der Spitze bis zu 4,9%) auf eine geringe Liquidität der Aktie schließen.
- 265. Folglich wurden die Beta-Faktoren der XCOM sowie der biw anhand einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (Peer Group) jeweils separat ermittelt.
- 266. Bezüglich der Auswahl der Gruppe von Vergleichsunternehmen bietet sich grundsätzlich ein Vergleich mit Unternehmen der gleichen Branche bzw. einer ähnlichen Produkt- und Marktstruktur an. In Einzelfällen bieten sich auch Vergleichsunternehmen in direkt vergleichbaren Produkt- und Marktsegmenten an, sofern die wesentlichen wertrelevanten Merkmale übereinstimmen. 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.
- 267. Zur Ableitung der Peer Group für die XCOM und für die biw haben wir vergleichbare Unternehmen herangezogen und dabei qualitative sowie quantitative Kriterien berücksichtigt. Für die Ableitung des Beta-Faktors ist es insbesondere notwendig, dass die Vergleichsunternehmen eine Börsennotierung mit einem ausreichend liquiden Handel aufweisen. Die notwendige Datenbasis für die Ableitung der Beta-Faktoren lieferte die Capital IQ Plattform von S&P Global Market Intelligence ("Capital IQ").
- 268. Aufgrund der deutlich unterschiedlichen Geschäftstätigkeit sowie der Regulierung der Bankgeschäfte und der Brokerage-Aktivitäten halten wir es für sachgerecht, für die XCOM und die biw

zunächst jeweils eine sogenannte "Long List" vergleichbarer Unternehmen zu ermitteln und diese anschließend unter Berücksichtigung spezifischer in dem jeweiligen Geschäftsbereich bestehender Eigenschaften und Merkmale sowie unter Einhaltung bestimmter Liquiditätskriterien und statistischer Signifikanzkriterien auf jeweils eine eigenständig abgeleitete Peer Group zu verdichten.

269. Auf dieser Basis haben wir die folgenden Vergleichsunternehmen für die XCOM identifiziert:

- Bottomline Technologies (de), Inc., Portsmouth/USA, ("Bottomline") bietet Software-Lösungen für verschiedene Branchen weltweit an. Die Geschäftstätigkeit des Unternehmens ist auf vier Segmente aufgeteilt Zahlungen und Transaktionsdokumente, Hosted Solutions, digitales Bankgeschäft und Sonstiges. Die Hauptkunden von Bottomline sind Banken und Finanzdienstleister. Neben dem Software-Geschäft bietet Bottomline auch Beratungsdienstleistung und IT-bezogene Schulungen an. Der Umsatz des Unternehmens betrug im Geschäftsjahr 2016 343,3 Mio. USD (GJ 2015: 330,9 Mio. USD). Das operative Ergebnis belief sich auf -2,7 Mio. USD (GJ 2015: -0,8 Mio. USD).
- Fidessa group plc, Woking/Großbritannien, ("Fidessa") bietet zusammen mit ihren Tochtergesellschaften Handels-, Investitions- und Informationslösungen für Finanzdienstleister weltweit an. Das Unternehmen bietet Zugang zu der Handelsgemeinschaft von Buy- und Sell-Side-Profis für Finanzinstitute, Investmentbanken, Broker und Hedge-Fonds an. Fidessa unterteilt seine Geschäftseinheiten in die Bereiche Sell- und Buy-Side. Der Sell-Side Bereich bietet Lösungen und Tools zur Unterstützung des Handels von sog. Cash Equities und Derivaten an. Der Buy-Side Bereich bietet diverse IT-Systeme für die Durchführung des Investitionsprozesses bei verschiedenen Asset-Klassen an. Im Jahr 2016 erzielte Fidessa einen Umsatz von 331,9 Mio. GBP (GJ 2015: 39,8 Mio. GBP).
- GFT Technologies SE, Stuttgart, ("GFT") bietet informationstechnologische Beratung und Lösungen für Retail-und Investmentbanking Kunden an. Die Dienstleistungen von GFT umfassen die Beratung bei der Entwicklung und Realisierung von kundenspezifischen IT-Projekten sowie anschließende Wartungsdienstleistungen. Im Geschäftsjahr 2016 betrug der Umsatz von GFT 422,6 Mio. EUR (GJ 2015: 373,5 Mio. EUR). Das operative Ergebnis stieg auf 38,6 Mio. EUR (GJ 2015: 34,5 Mio. EUR) an.
- Temenos Group AG, Genf/Schweiz, ("Temenos") entwickelt und vertreibt zusammen mit ihren Tochtergesellschaften integrierte Bankensoftware-Systeme vor allem für Banken und andere Finanzinstitute. Temenos bietet eine zentrale Bankplattform für Finanzinstitute. Die Software von Temenos ist eine integrierte, rollenspezifische und mehrkanalige Lösung, die Banken bei langfristigen Beziehungen zu ihren Einzelhandel- und Firmenkunden sowie wohlhabenden Kunden unterstützen. Im Jahr 2016 erzielte Temenos einen Gesamtumsatz von 635,1 Mio. CHF (GJ 2015: 543,4 Mio. CHF) sowie ein operatives Ergebnis von 148,0 Mio. CHF (GJ 2015: 96,9 Mio. CHF).

270. Für die biw wurden die folgenden Vergleichsunternehmen identifiziert:

- Avanza Bank Holding AB (publ), Stockholm/Schweden, ("Avanza") bietet zusammen mit ihren Tochtergesellschaften Spar- und Investitionslösungen im Online-Betrieb in Schweden an. Das Unternehmen bietet sog. Credit-Linked-Notes, Aktien, Fonds, Investitionseinsparungen, Sparkonten, Hypotheken- und Wertpapierdarlehen an. In 2016 erreichte Avanza einen Umsatz von 1.050,0 Mio. SEK (GJ 2015: 1.023,0 Mio. SEK) sowie ein Ergebnis vor Steuern von 465 Mio. SEK (GJ 2015: 485 Mio. SEK).
- BGC Partner, Inc., New York/USA, ("BGC") ist ein Brokerage-Unternehmen, das die Finanzund Immobilienmärkte weltweit betreut. BGC ist in den zwei Segmenten Finanz- und Immobiliendienstleistungen tätig. Das Segment Finanzdienstleistungen bietet Maklerdienstleistungen für festverzinsliche Wertpapiere, Zinsswaps, Devisen, Aktien, Aktienderivate, Kreditderivate, Rohstoffe, Futures und strukturierte Wertpapiere an. Das Segment Immobiliendienstleistungen bietet Unternehmens- und Investitionsberatung sowie Immobilienfinanzierung, Begutachtungs- und Bewertungsdienstleistungen an. In 2015 erreichte BGC einen Umsatz in Höhe von 2.555,0 Mio. USD (GJ 2015: 1.751,6 Mio. USD) und ein Ergebnis vor Steuern von 93,5 Mio. USD (GJ 2015: -85,7 Mio. USD).
- Binck Bank N.V., Amsterdam/Niederlande, ("Binck Bank") bietet zusammen mit ihren Tochterunternehmen Online-Brokerage-Dienstleistungen bei Finanzinstrumenten für Privatkunden, Unternehmen und unabhängige Vermögensverwalter in den Niederlanden, Belgien, Frankreich, Italien und Spanien an. Das Unternehmen bietet auch Handels-, Investitions- und Spardienstleistungen unter Verwendung einer europäischen IT-Basisplattform unter den Markennamen Binck und Alex an. Die Plattform bietet den Nutzern Zugang zu Finanzmärkten, professionellen Handelseinrichtungen und Analysewerkzeugen. Im Jahr 2016 erzielte Binck einen Umsatz von 168,2 Mio. EUR (GJ 2015: 194,5 Mio. EUR) sowie ein Ergebnis vor Steuern von 6,8 Mio. EUR (GJ 2015: 39,1 Mio. EUR).
- E*Trade Financial Corporation, New York/USA, ("E*Trade") ist ein Finanzdienstleister, der Brokerage und verwandte Produkte und Dienstleistungen vor allem für Privatanleger unter der Marke E*TRADE Financial zur Verfügung stellt. E*Trade bietet auch investitionsorientierte Bankprodukte für Einzelhändler an. Das Unternehmen bietet auch Software und Dienstleistungen für ihre Firmenkunden an. Dienstleistungen werden den Kunden über digitale Plattformen angeboten. Im Jahr 2016 hat E*Trade einen Umsatz von 2.087,0 Mio. USD (GJ 2015: 1.778,0 Mio. USD) und ein Ergebnis vor Steuern von 876,0 Mio. USD (GJ 2015: 603,0 Mio. USD) verbucht.
- Investment Technology Group, Inc. New York/USA, ("ITG") ist ein unabhängiges Broker- und Finanztechnologie-Unternehmen mit Absatzmärkten in den USA, Kanada, Europa und in der Region Asien-Pazifik. Das Unternehmen bietet verschiedene Lösungen für Vermögensverwalter und Broker-Händler an. ITG entwickelt Lösungen für das Portfoliomanagement sowie die Anlageforschung, Pre-Trade und Post-Trade-Analysen. Im Jahr 2016 erreichte ITG einen Umsatz von 464,4 Mio. USD (GJ 2015: 525,3 Mio. USD) und ein Ergebnis vor Steuern von -36,1 Mio. USD (GJ 2015: 14,3 Mio. USD).

- TD Ameritrade Holding Coporation, Omaha/USA, ("TD Ameritrade") bietet Wertpapier-Brokerage-Dienstleistungen und verwandte technologiebasierte Finanzdienstleistungen für Privatanleger, Händler und unabhängige registrierte Anlageberater in den Vereinigten Staaten an. Die Produkte und Dienstleistungen von TD Ameritrade umfassen eine Web-Plattform für selbstgesteuerte Privatanleger, eine webbasierte Plattform für Investoren und Händler, eine Desktop-Plattform für Händler und eine Handelssoftware. In 2016 erreichte TD einen Nettoumsatz von 3.274,0 Mio. USD (GJ 2015: 3.204 Mio. USD) und ein Ergebnis vor Steuern von 1.265 Mio. USD (GJ 2015: 1.273 Mio. USD).
- 271. Nachfolgend ist die Ableitung der Beta-Faktoren für die Vergleichsunternehmen der XCOM bzw. der biw auf Basis monatlicher Renditen über einen fünfjährigen Beobachtungszeitraum sowie auf Basis wöchentlicher Renditen über einen zweijährigen Beobachtungszeitraum dargestellt. Zur Regression wurden der MSCI World als breiter, globaler Aktienindex und zusätzlich weniger breite lokale Aktienindizes herangezogen.
- 272. Zur Ableitung des Beta-Faktors der XCOM haben wir die ermittelten Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen unter Berücksichtigung der jeweiligen Kapitalstruktur im Regressionszeitraum in einen unverschuldeten Beta-Faktor überführt (sog. "Unlevering").

Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen für XCOM

Peer Group	Sitz	Regression gegen globalen Index	5 Jahre monatlich w	2 Jahre vöchentlich	Regression gegen lokalen Index	5 Jahre monatlich	2 Jahre wöchentlich
Bottomline Technologies (de), Inc.	United States	MSCI World	1,4	1,1	S&P 500	1,5	1,0
Fidessa group plc	United Kingdom	MSCI World	1,4	1,1	STOXX Europe 600 Index	1,0	1,0
GFT Technologies	Germany	MSCI World	1,9	1,1	STOXX Europe 600 Index	1,5	1,1
Temenos	Switzerland	MSCI World	1,0	0,7	STOXX Europe 600 Index	8,0	0,7
Median			1,4	1,1		1,3	1,0
Beta-Faktor für XCOM							1,2

Quelle: Capital IQ, PwC-Analyse

- 273. Den auf diese Weise abgeleiteten unverschuldeten Beta-Faktor haben wir im Bewertungskalkül an die erwartete künftige Kapitalstruktur der XCOM angepasst (sog. "Relevering"). Die Anpassung des Beta-Faktors an die periodenspezifische Kapitalstruktur wurde für die einzelnen Planperioden und für die Phase II vorgenommen.
- 274. Bei CRR-Kreditinstituten wie der biw AG ist die Vergleichbarkeit von Unternehmen der Peer Group aufgrund der geschäftsmodellbedingt hohen Verschuldung (Financial Leverage) und der regulierungsbedingt ähnlichen Kapitalstruktur auch ohne Un- und Relevering gegeben. Für die biw haben wir daher direkt auf beobachtbare (verschuldete) Beta-Faktoren abgestellt:

Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen für biw

Peer Group	Sitz	Regression gegen globalen Index	5 Jahre monatlich	2 Jahre wöchentlich	Regression gegen lokalen Index	5 Jahre monatlich	2 Jahre wöchentlich
Avanza Bank Holding AB (publ)	Sweden	MSCI World	1,1	0,9	STOXX Europe 600 Index	1,2	0,9
BGC Partners, Inc.	United States	MSCI World	1,0	1,3	S&P 500	1,3	1,3
BinckBank N.V.	Netherlands	MSCI World	0,8	1,2	STOXX Europe 600 Index	0,9	1,3
E*TRADE Financial Corporation	United States	MSCI World	1,5	1,8	S&P 500	1,6	1,7
Investment Technology Group, Inc.	United States	MSCI World	1,8	1,7	S&P 500	1,3	1,8
TD Ameritrade Holding Corporation	United States	MSCI World	1,4	1,6	S&P 500	1,4	1,6
Median			1,3	1,5		1,3	1,5
Beta-Faktor für biw							1,4

Quelle: Capital IQ, PwC-Analyse

275. Auf Basis der vorstehenden Analysen haben wir im Ergebnis einen (unverschuldeten) Beta-Faktor von 1,2 für die XCOM und einen (verschuldeten) Beta-Faktor von 1,4 für die biw abgeleitet.

3. Wachstumsabschlag

- 276. Künftiges Wachstum der finanziellen Überschüsse resultiert aus den Thesaurierungen und deren Wiederanlage sowie organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten. Im Detailplanungszeitraum sind diese Wachstumspotenziale in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen abgebildet. Für die Phase der ewigen Rente ist das thesaurierungsbedingte Wachstum im sogenannten Wertbeitrag aus Thesaurierung ebenfalls in den finanziellen Überschüssen angesetzt. Darüber hinausgehende inflationsinduzierte Wachstumspotenziale werden für die Phase der ewigen Rente bewertungstechnisch durch einen Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt.
- 277. Volkswirtschaftliche Prognosen der Economist Intelligence Unit Ltd., London/UK, ("EIU") erwarten für die Jahre 2017 bis 2021 eine Inflationsrate von 1,7 % bis 1,8 % p. a. für Deutschland und von 1,6 % bis 1,8 % p.a. für die Eurozone. Die bei Auftragsabschlüssen in der Vergangenheit beobachtbare Preisgestaltung lässt jedoch erkennen, dass inflationsinduzierte Preissteigerungen nicht vollständig an die Kunden weitergegeben werden können. Ausschlaggebend dafür ist künftig auch der in der FinTech-Branche zunehmende Wettbewerb und damit einhergehend ein entsprechender Preisdruck. Wir gehen daher davon aus, dass das nachhaltige preisbedingte Wachstum der XCOM-Gruppe bei 1,0 % und damit unterhalb der mittelfristig erwarteten Inflationsrate in Deutschland und der Eurozone liegen wird.

4. Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

278. In der folgenden Tabelle sind die für die zu betrachtenden Zeiträume relevanten Kapitalisierungszinssätze der XCOM zusammenfassend dargestellt, wobei sich Veränderungen des Risikozuschlags aus Veränderungen der Finanzierungsstruktur im Detailplanungszeitraum und in der ewigen Rente ergeben:

XCOM

Eigenkapitalkosten			Ewige Rente				
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	ab 2023
Basiszinssatz	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
Persönliche Ertragsteuern auf Basiszinssatz	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%
Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragssteuern	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Betafaktor (verschuldet)	1,24	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23
Risikozuschlag	6,81%	6,76%	6,77%	6,77%	6,77%	6,76%	6,77%
Wachstumsabschlag (ewige Rente)							-1,00%
Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern und Wachstumsabschlag	7,73%	7,68%	7,69%	7,69%	7,69%	7,69%	6,69%

Quelle: PwC-Analyse

279. Vergleichbar hierzu stellt sich der Kapitalisierungszinssatz der biw im Betrachtungszeitraum wie folgt dar, wobei der Risikozuschlag aufgrund der Unbeachtlichkeit der Finanzierungsstruktur als konstant angenommen wird:

biw Eigenkapitalkosten	Plan								Ewige Rente
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	ab 2025
Basiszinssatz	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
Persönliche Ertragsteuern auf Basiszinssatz	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%
Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragssteuern	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Betafaktor (verschuldet)	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40
Risikozuschlag	7,70%	7,70%	7,70%	7,70%	7,70%	7,70%	7,70%	7,70%	7,70%
Wachstumsabschlag (ewige Rente)									-1,00%
Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern und Wachstumsabschlag	8,62%	8,62%	8,62%	8,62%	8,62%	8,62%	8,62%	8,62%	7,62%

Quelle: PwC-Analyse

IV. Ertragswert des operativen Geschäfts

1. XCOM

- 280. 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.
- 281. Der Ertragswert des Geschäftsbereichs XCOM ergibt sich aus der Summe der Barwerte der zu kapitalisierenden Dividenden und den künftigen Wertbeiträgen aus Thesaurierung. Für die Ermittlung der Barwerte der Nettoausschüttungen sind die prognostizierten Ergebnisse der Geschäftsjahre 2017 bis 2021 sowie des Übergangsjahres 2022 einzeln zu diskontieren. Die Diskontierung erfolgt jeweils auf den Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung, den 3. Juli 2017. Für die durchschnittlich entziehbaren Nettoausschüttungen ab dem Geschäftsjahr 2023 ergibt sich der Barwert nach der Formel der ewigen Rente. Der Barwert der ewigen Rente ist ebenfalls auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren:

XCOM							
Ertragswertermittlung			Plan				Ewige Rente
in Mio. EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	ab 2023
Zu diskontierende Nettoausschüttungen	2,6	3,1	3,1	3,2	3,2	3,5	3,8
Eigenkapitalkosten	7,73%	7,68%	7,69%	7,69%	7,69%	7,69%	6,69%
Periode	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	
Barwertfaktor	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	9,6
Barwerte	2,4	2,7	2,5	2,4	2,2	2,2	36,0
Ertragswert zum 31. Dezember 2016	50,4						
Aufzinsungsfaktor	1,04						
Ertragswert zum 3. Juli 2017	52,3						

Quelle: PwC-Analyse

282. Der Ertragswert des Geschäftsbereichs XCOM beträgt zum Bewertungsstichtag 3. Juli 2017 insgesamt 52,3 Mio. EUR.

2. biw

283. Die Ableitung des Ertragswerts des operativen Geschäfts der biw wurde unter vergleichbaren Prämissen und Vorgehensweisen vorgenommen:

biw									
Ertragswertermittlung	Plan								Ewige Rente
in Mio. EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	ab 2025
Zu diskontierende Nettoausschüttungen	2,1	0,9	0,9	0,8	0,8	1,5	1,5	7,4	8,1
Eigenkapitalkosten	8,62%	8,62%	8,62%	8,62%	8,62%	8,62%	8,62%	8,62%	7,62%
Periode	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	
Barwertfaktor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	6,8
Barwerte	2,0	0,7	0,7	0,6	0,5	0,9	0,8	3,8	54,7
Ertragswert zum 31. Dezember 2016	64,8								
Aufzinsungsfaktor	1,04								
Ertragswert zum 03. Juli 2017	67,5								

Quelle: PwC-Analyse

284. Der Ertragswert der biw beträgt zum Bewertungsstichtag 3. Juli 2017 67,5 Mio. EUR.

V. Wert der gesondert bewerteten Vermögenswerte

- 285. Als nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist gemäß des IDW Standards S 1 i.d.F. 2008 Vermögen gesondert zu bewerten, das frei veräußert werden kann, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionales Abgrenzungskriterium).
- 286. Für die XCOM-Gruppe wurden als gesondert bewertete Vermögenswerte nicht operative liquide Mittelbestände der XCOM AG, alle liquiden Mittelbestände der XCOM Finanz GmbH abzüglich ihrer Steuerrückstellungen sowie nutzbare Verlustvorträge der Brokerport Finance GmbH angesetzt.
- 287. Für die XCOM AG wurde unter Berücksichtigung der operativ erforderlichen Liquidität sowie für die erwarteten Belastungen aus steuerlichen Verpflichtungen eine Überschussliquidität i.H.v. rd. 1,1 Mio. EUR festgelegt.
- 288. Ferner wurden nutzbare Verlustvorträge der Brokerport Finance GmbH i.H.v. rd. 211 Tsd. EUR zum 31. Dezember 2016 berücksichtigt, die gemäß Angaben der Gesellschaft bis zum Frühjahr 2018 planmäßig verbraucht werden müssen. Wir haben vereinfachungsbedingt auf die Diskontierung der aus diesen Verlustvorträgen entstehenden Steuerersparnisse verzichtet und auf Grundlage des in der Planung zugrunde gelegten Steuersatzes den Wert der Verlustvorträge in voller Höhe als gesondert bewertete Vermögenswerte angesetzt.
- 289. Außerdem wurde der Wert liquider Mittelbestände (404,5 Tsd. EUR) abzüglich der Rückstellungen für künftige Steuerzahlungen (2,3 Tsd. EUR) der XCOM Finanz GmbH zum 31. Dezember 2016 als Sonderwert angesetzt, da die Gesellschaft lediglich Holding-Funktionen für den Geschäftsbereich biw erfüllt und keine weiteren operativen Tätigkeiten ausübt. Damit leitet sich saldiert ein Wert von 402,2 Tsd. EUR ab.

290. Im Ergebnis wurde für die XCOM-Gruppe ein Sonderwert von rd. 1,6 Mio. EUR abgeleitet, wie die nachfolgende Darstellung im Überblick zeigt:

XCOM-Gruppe

Gesondert bewertete Vermögenswerte

in Mio. EUR

Nicht operative liquide Mittelbestände der XCOM AG	1,1
Steuerersparnisse aus den Verlustvorträgen der Brokerport Finance GmbH Liquide Mittelbestände abzüglich Steuerrückstellungen der XCOM Finanz GmbH	0,1 0,4
Gesondert bewertete Vermögenswerte	1,6

Quelle: PwC-Analyse

VI. Unternehmenswert

291. Unter Berücksichtigung des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens der Geschäftsbereiche XCOM und biw sowie des Werts der gesondert bewerteten Vermögenswerte ermittelt sich der Unternehmenswert der XCOM AG zum 3. Juli 2017 wie folgt:

XCOM AG

Unternehmenswert zum 3. Juli 2017

in Mio. EUR

Geschäftsbereich XCOM	52,3
Geschäftsbereich biw Gesondert bewertete Vermögenswerte	67,5 1,6
Unternehmenswert zum 3. Juli 2017	121,4

Quelle: PwC-Analyse

292. Der Unternehmenswert der XCOM AG zum Bewertungsstichtag 3. Juli 2017 beträgt insgesamt 121,4 Mio. EUR. Bei der Ableitung des Wertes je Aktie ist dem Sachverhalt Rechnung zu tragen, dass die biw AG 12.759 Aktien an der XCOM AG hält, welche bei der Bemessung des Abfindungswertes zu berücksichtigen sind. Wir haben diesen Umstand bewertungstechnisch berücksichtigt, indem wir von der Gesamtzahl der Aktien der XCOM AG von 567.603 Stück die von der biw gehaltenen Aktien in Abzug gebracht haben. Danach errechnet sich entsprechend ein Wert je Aktie von 218,86 EUR.

VII. Liquidationswert

- 293. Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, sämtliche betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile gesondert zu veräußern, so ist der Bewertung der Liquidationswert zugrunde zu legen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen. Zur Überprüfung, ob der Liquidationswert den ermittelten Ertragswert übersteigt, wurde der Liquidationswert der XCOM AG überschlägig auf Basis der letzten verfügbaren Informationen zur Vermögenslage der XCOM AG auf Basis der Jahresabschlüsse der XCOM AG sowie ihrer Tochterunternehmen zum 31. Dezember 2016 ermittelt und dem von uns nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert gegenübergestellt.
- 294. Der Wert des Vermögens wird vom Absatzmarkt der zu liquidierenden Vermögenswerte bestimmt. Wir haben bei unseren Berechnungen unterstellt, dass das Anlagevermögen zum Buchwert veräußert werden kann. Bestehende immaterielle Vermögenswerte, die im Wesentlichen aus Software bestehen, wurden vereinfachend als nur zur Hälfte werthaltig angesetzt. Unter Berücksichtigung von üblicherweise im Liquidationsfall zu erwartenden Mindererlösen bei unfertigen Leistungen wurden für die übrigen Vermögenswerte für den Fall der Liquidation vereinfachend die Buchwerte zum 31. Dezember 2016 zugrunde gelegt.
- 295. Von den auf dieser Grundlage ermittelten Vermögenswerten sind die Unternehmensschulden abzuziehen. Auch diese wurden vereinfachend mit ihrem bilanziellen Wert zum 31. Dezember 2016 angesetzt. Zusätzlich sind die durch eine Liquidation entstehenden Kosten, z.B. Abwicklungskosten und Sozialplanaufwendungen, in Abzug zu bringen.
- 296. Der von uns auf diese Weise überschlägig ermittelte Liquidationswert liegt deutlich unterhalb des Ertragswerts, so dass ihm keine Relevanz für die Unternehmensbewertung der XCOM AG und der Ableitung des Wertes je Aktie zukommt.

E. Plausibilisierung des Unternehmenswerts auf Basis von Multiplikatoren

I. Grundsätzliche Vorgehensweise

- 297. Die Bewertungspraxis kennt vereinfachte Verfahren auf Basis von Multiplikatoren, die zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Unternehmensbewertung auf Basis der Ertragswertmethode oder DCF-Methode herangezogen werden können. Hierbei wird der Unternehmenswert anhand eines mit dem Multiplikator bestimmten Vielfachen einer Erfolgsgröße des Bewertungsobjekts abgeschätzt.
- 298. Geeignete Multiplikatoren können aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden. Es ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann deshalb im Regelfall nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte. Bei auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise in hohem Maß durch die subjektive Interessenlage der Transaktionspartner bestimmt sind und die Transaktionen oft mehrere Jahre zurückliegen und entsprechend nicht aktuelle Markteinschätzungen widerspiegeln. Sie berücksichtigen zudem Synergieeffekte und subjektive Erwartungshaltungen, beispielsweise Übernahmeprämien. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren für die Plausibilisierung eines objektivierten Unternehmenswerts in der Regel niedriger. Deshalb haben wir in der folgenden Analyse Multiplikatoren ausschließlich vergleichbarer börsennotierter Unternehmen betrachtet.
- 299. Im Rahmen einer vergleichenden Marktbewertung lassen sich Multiplikatoren auf Basis verschiedener Erfolgsgrößen anwenden. Für die Plausibilisierung des Ertragswerts im Geschäftsbereich XCOM wurden die folgenden branchenübliche Multiplikatoren herangezogen:
 - EV/Umsatz (Gesamtunternehmenswert zu Umsatz): Entity Multiplikator, neutralisiert unterschiedliche Kapitalstrukturen und unterstellt eine annähernd vergleichbare Umsatzrentabilität.
 - EV/EBITDA (Gesamtunternehmenswert zu Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen): Entity Multiplikator, neutralisiert unterschiedliche Kapitalstrukturen und setzt vergleichbare Ausgaben für abzuschreibendes Anlagevermögen voraus.
- 300. Für die biw als reguliertes Kreditinstitut wurden die folgenden branchenüblichen Multiplikatoren herangezogen:

- KGV (Unternehmenswert zu Jahresüberschuss): Equity Multiplikator, der die Ertragskraft des Unternehmens nach allen Aufwendungen (insbesondere nach Bedienung der Fremdkapitalgeber und nach Steuern) als Referenzgröße für den Wert des Eigenkapitals heranzieht. Die Verwendung dieses Multiplikators setzt einen vergleichbaren Verschuldungsgrad voraus.
- Price/Book (Unternehmenswert zu Buchwert des Eigenkapitals): Equity Multiplikator, der das Verhältnis von Marktkapitalisierung und Buchwert des Eigenkapitals angibt.

II. Ableitung der Multiplikatoren und Multiplikatorenbewertung

1. XCOM

- 301. Maßgebliche Faktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die Bezugsgrößen und die Auswahl der Vergleichsunternehmen zur Generierung der Multiplikatoren.
- 302. Anders als bei der Ableitung des Beta-Faktors, der einen unternehmensspezifischen Bewertungsparameter darstellt, weshalb bei der Zusammenstellung der Peer Group neben der Vergleichbarkeit statistische Kriterien oder Liquiditäts-Kriterien relevant sein können, steht bei der Ableitung eines Markt-Multiplikators die Einschätzungen der Investoren für ein bestimmtes Marktsegment im Vordergrund. Wir halten es daher für sachgerecht, für die Zwecke der vergleichenden Marktbewertung der XCOM auf die sogenannte "Long-List" von 45 Vergleichsunternehmen abzustellen (siehe hierzu Abschnitt D.III.2.). Wir haben für die Ableitung des Markt-Multiplikators damit eine breite Auswahl an Unternehmen zugrunde gelegt, die wir für grundsätzlich vergleichbar erachten.
- 303. Mit Blick auf die oben erläuterten Anwendungsvoraussetzungen messen wir dem Umsatz-Multiplikator und dem EBITDA-Multiplikator für die Plausibilisierung der Bewertung der XCOM die höchste Aussagekraft bei.
- 304. Für die Ableitung der Multiplikatoren haben wir die Daten aus den zuletzt veröffentlichten Abschlüssen der jeweiligen Gesellschaft und die zu diesem Zeitpunkt bestehende Marktkapitalisierung zugrunde gelegt. Unternehmen, für die keine entsprechenden Markt- oder Finanzinformationen zur Verfügung standen, haben wir von der Analyse ausgeschlossen. Aufgrund der für die Gesamtheit der Vergleichsunternehmen geringen Anzahl zur Verfügung stehender Analystenschätzungen für die Folgeperioden haben wir von einer Berücksichtigung prospektiver Multiplikatoren abgesehen.
- 305. Für die Ermittlung des Gesamtunternehmenswerts wurde die Börsenkapitalisierung zuzüglich verzinslichen Fremdkapitals, Netto-Pensionsverpflichtungen und Minderheitenanteilen der Vergleichsunternehmen und abzüglich vorhandener Liquidität zugrunde gelegt.

306. Für die Vergleichsunternehmen der XCOM-"Long List" ergeben sich folgende Multiplikatoren:

Geschäftsbereich XCOM Multiplikatoren Peer Group Long List	Umsatz- Multiplikator 2016	EBITDA- Multiplikator 2016	Multiplikatoren Peer Group Long List	Umsatz- Multiplikator 2016	EBITDA- Multiplikator 2016
ACI Worldwide, Inc.	3,1x	26,2x	Intelligent Systems Corporation	2,7x	-51,0x
Aplitt S.A.	n.a.	n.a.	Intelligent Wave Inc.	1,4x	10,6x
BasWare Oyj	3,3x	-61,5x	Jack Henry & Associates, Inc.	5,3x	15,3x
Bottomline Technologies (de), Inc.	2,8x	23,5x	Linedata Services SA	2,3x	8,9x
Bourse Direct Société Anonyme	2,6x	n.a.	Lombard Risk Management plc	0,8x	-37,3x
CardConnect Corp.	0,9x	17,8x	Monitise plc	0,6x	-0,9x
Cinnober Financial Technology AB	4,9x	967,7x	NetSol Technologies, Inc.	1,0x	4,9x
CREALOGIX	1,7x	32,9x	Paysafe Group Plc	2,1x	8,2x
DH Corporation (D+H)	2,6x	13,5x	Proxama Plc	n.a.	n.a.
DST Systems, Inc.	2,9x	13,1x	Q2 Holdings, Inc.	8,8x	-65,1x
Ebix, Inc.	7,1x	19,4x	RS2 Software p.l.c.	16,6x	98,2x
Euronet Worldwide, Inc.	2,2x	13,1x	Seamless Distribution AB	1,5x	-5,6x
EVERTEC, Inc.	4,5x	11,6x	Silverlake Axis Limited	1,3x	2,9x
Fidessa group plc	2,4x	13,0x	SS&C Technologies Holdings, Inc.	6,4x	18,5x
First Data Corporation	4,5x	13,3x	TAS Tecnologia Avanzata dei Sistemi S.p.A.	1,3x	-65,8x
FIS	3,8x	15,5x	TechFinancials, Inc.	0,1x	n.a.
Fisery, Inc.	5,3x	16,9x	Temenos	9,0x	34,1x
FleetCor Technologies, Inc.	9,4x	18,4x	Tessi SA	1,1x	8,0x
GBST Holdings Limited	2,3x	19,5x	Vipera Plc	1,6x	-18,9x
GFT Technologies	1,4x	12,1x	WEX Inc.	7,6x	22,4x
Global Payments Inc.	4,2x	16,0x	Wordline S.A.	2,6x	15,9x
IFAN Financial, Inc.	n.a.	n.a.	Worldpay Group plc	6,0x	15,9x
Ingenico Group - GCS	2,1x	10,9x			
			1. Quartil	1,5x	7,2x
			Median	2,6x	13,2x
			3. Quartil	4,8x	18,5x

Quelle: Capital IQ, PwC-Analyse

307. Wendet man die ermittelten Multiplikatoren für das erste und dritte Quartil und den Median auf die im Geschäftsbereich XCOM erzielten (bereinigten) Umsatzerlöse bzw. EBITDA des Geschäftsjahres 2016 an und leitet man von dem zunächst ermittelten Gesamtunternehmenswert ("entity value") auf den Marktwert des Eigenkapitals ("equity value") über, ergibt sich folgendes Bild:

Geschäftsbereich XCOM	Umsatz- Multiplikator	EBITDA- Multiplikator		
Vergleichende Marktbewertung	2016	2016		
Multiplikator				
1. Quartil	1,5x	7,2x		
Median	2,6x	13,2x		
3. Quartil	4,8x	18,5x		
Bezugsgröße XCOM, in Mio. EUR	30,5	8,7		
Unternehmensgesamtwert, in Mio. EUR				
1. Quartil	46,1	62,9		
Median	79,9	114,7		
3. Quartil	147,0	160,8		
Nettoverbindlichkeiten, in Mio. EUR	10,5	10,5		
Unternehmenswert, in Mio. EUR				
1. Quartil	35,5	52,4		
Median	69,3	104,2		
3. Quartil	136,5	150,3		

Quelle: Capital IQ, PwC-Analyse

- 308. Der für den Geschäftsbereich XCOM ermittelte Unternehmenswert von 52,3 Mio. EUR liegt für die aus dem Umsatz-Multiplikator abgeleitete Bandbreite zwischen dem ersten Quartil und dem Median. die aus dem EBITDA-Multiplikator abgeleitete Bandbreite liegt der Unternehmenswert auf dem Bewertungsniveau des ersten Quartil. Hier ist zu berücksichtigen, dass im Geschäftsbereich XCOM ein größerer Anteil der Umsatzerlöse auf gruppeninternen Umsätzen mit der biw beruht. Diesbezüglich ist das Wachstum im Geschäftsbereich XCOM von dem Wachstum des entsprechenden Aufwands bei der biw abhängig und das marktseitig erwartete Wachstum stellt so nicht unmittelbar einen Indikator für die Chancen der XCOM dar. Bezüglich des Projektgeschäfts der XCOM ist darauf hinzuweisen, dass die auf dem Markt vertriebsseitig zu erzielende Marge nicht von der XCOM selbst, sondern von der FinTech Group AG als Vertriebspartner vereinnahmt wird. Vor dem Hintergrund, dass die Mehrzahl der herangezogenen Vergleichsunternehmen sowohl die marktseitige Vertriebsmarge als auch das marktseitig bestehende Wachstumspotential unmittelbar realisieren können, halten wir die ermittelte Indikation eines sich zwischen dem ersten Quartil und dem Median ergebenden Unternehmenswerts innerhalb der aus den Multiplikatoren aufgespannten Bandbreite für plausibel.
- 309. Im Ergebnis reicht die über die Umsatz- und EBITDA-Multiplikatoren insgesamt aufgespannte Bandbreite der Unternehmenswerte von 35,5 Mio. EUR bis 150,3 Mio. EUR. Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert für den Geschäftsbereich XCOM liegt mit 52,3 Mio. EUR innerhalb dieser Bandbreite. Auf Basis dieser Indikation erachten wir den ermittelten Unternehmenswert für plausibel.

2. biw

- 310. Analog zur Ableitung einer Indikation für den Unternehmenswert der XCOM wurde auch für die biw auf die "Long-List" der Vergleichsunternehmen abgestellt.
- 311. Mit Blick auf die oben erläuterten Anwendungsvoraussetzungen messen wir dem KGV (P/E) und dem Price/Book (P/B)-Multiplikator für die Plausibilisierung der Bewertung der biw die höchste Aussagekraft bei. Bei der Bewertung von Banken kommen diese Multiplikatoren in der Praxis sehr häufig zur Anwendung.
- 312. Für die Ableitung der Multiplikatoren haben wir die Daten soweit verfügbar aus den zuletzt veröffentlichten Abschlüssen der jeweiligen Gesellschaft und die zu diesem Zeitpunkt bestehende Marktkapitalisierung zugrunde gelegt.
- 313. Um die Aussagekraft der analysierten Multiplikatoren zu erhöhen, haben wir die Eigenkapitalrentabilität ("Return on Equity") der biw der Rentabilität der Vergleichsunternehmen gegenüberge-

stellt. Die Eigenkapitalrentabilität der biw liegt mit 9,2% in 2016 (basierend auf dem bereinigten Nachsteuerergebnis, siehe hierzu auch Tz. 136) nahe des ersten Quartil der Peer-Group.

314. Für die Vergleichsunternehmen der biw-"Long List" ergeben sich folgende Multiplikatoren:

Geschäftsbereich biw							
Multiplikatoren Peer Group Long List	P/E- Multiplikator 2016	P/B- Multiplikator 2016	RoE 2016	Multiplikatoren Peer Group Long List	P/E- Multiplikator 2016	P/B- Multiplikator 2016	RoE 2016
comdirect bank Aktiengesellschaft	14,7x	2,2x	14,7%	Raymond James Financial, Inc.	15,1x	1,6x	10,8%
Plus500 Ltd.	4,7x	4,0x	86,2%	INTL FCStone Inc.	13,1x	1,6x	12,6%
Swissquote Group Holding Ltd	17,1x	1,3x	7,4%	BGC Partners, Inc.	27,8x	3,4x	12,2%
BinckBank N.V.	85,0x	1,0x	1,1%	GAIN Capital Holdings, Inc.	9,1x	1,1x	12,0%
The Charles Schwab Corporation	27,7x	3,8x	13,9%	Numis Corporation Plc	8,9x	1,8x	20,5%
TD Ameritrade Holding Corporation	22,0x	3,7x	16,7%	ABG Sundal Collier Holding ASA	10,8x	2,6x	24,1%
E*TRADE Financial Corporation	17,2x	1,6x	9,4%	National Holdings Corporation	-7,3x	1,6x	-21,6%
Wirecard AG	18,9x	3,4x	18,1%	Arden Partners plc	-12,6x	0,8x	-6,6%
Worldpay Group plc	40,8x	6,5x	15,8%	Tradegate AG Wertpapierhandelsbank	16,9x	5,0x	29,7%
Avanza Bank Holding AB (publ)	27,6x	8,4x	30,5%	Interactive Brokers Group, Inc.	29,5x	2,5x	8,6%
Ferratum Oyj	28,0x	4,1x	14,7%	Investment Technology Group, Inc.	-24,8x	1,6x	-6,4%
				1. Quartil	9,5x	1,6x	8,8%
				Median	17,0x	2,4x	13,2%
				3. Quartil	27,7x	3,8x	17,7%

Quelle: Capital IQ, PwC-Analyse

315. Wendet man die aus der "Long-List" abgeleiteten Multiplikatoren auf die jeweilige von der biw realisierte Bezugsgröße des Jahres 2016 an – (EAT 2016 aus bereinigtem EBT i.H.v. 5,8 Mio. EUR, siehe Tz. 136, abzüglich Unternehmenssteuern von 31,2% abgeleitet), ergibt sich folgendes Bild:

Geschäftsbereich biw	P/E-	P/B- Multiplikator 2016	
Vergleichende Marktbewertung	Multiplikator 2016		
Multiplikator			
1. Quartil	9,5x	1,6x	
Median	17,0x	2,4x	
3. Quartil	27,7x	3,8x	
Bezugsgröße biw, in Mio. EUR	4,0	43,1	
Unternehmensgesamtwert, in Mio. EUR			
1. Quartil	37,8	68,7	
Median	67,6	101,6	
3. Quartil	109,9	163,7	

Quelle: Capital IQ, PwC-Analyse

- 316. Die sich über die P/E-Multiplikatoren auf Grundlage des Medians der Peer-Group ergebende Indikation des Unternehmenswerts beträgt 67,6 Mio. EUR. Der sich nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der biw in Höhe von 67,5 Mio. EUR liegt nahe an dieser Indikation.
- 317. Gegenüber der anhand der P/B-Multiplikatoren abgeleiteten Indikation liegt der Unternehmenswert der biw auf dem Niveau des ersten Quartil der Peer-Group (68,7 Mio. EUR). Aufgrund der im Vergleich zum Median der Peer-Group geringeren Eigenkapitalrentabilität der

biw erachten wir die Anwendung des sich für das erste Quartil ergebenden P/B-Multiplikators für sachgerecht.

318. Im Ergebnis reicht die über die P/E- und P/B-Multiplikatoren insgesamt aufgespannte Bandbreite der Unternehmenswerte von 37,8 Mio. EUR bis 163,7 Mio. EUR. Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert für den Geschäftsbereich biw liegt mit 67,5 Mio. EUR innerhalb dieser Bandbreite. Auf Basis dieser Indikation erachten wir den ermittelten Unternehmenswert für plausibel.

F. Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG

I. Börsenkurse

- 319. Bei der Bemessung der Abfindung für Anteile an einer börsennotierten Gesellschaft darf nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung der Börsenkurs als Verkehrswert der Aktie nicht außer Betracht bleiben.
- 320. Nachdem es sich im vorliegenden Fall um eine nicht börsennotierte Gesellschaft handelt, ist die Berücksichtigung von Börsenkursen nicht möglich.

II. Ermittlung der angemessenen Barabfindung

- 321. Zur Ermittlung der Höhe der angemessenen Barabfindung wurde der Unternehmenswert der XCOM AG zum 3. Juli 2017 von 121,4 Mio. EUR auf die Gesamtzahl der Aktien der XCOM AG abzüglich der von der biw AG gehaltenen Anteile und damit von insgesamt 554.844 Stück bezogen. Es ergibt sich ein Wert je Aktie von 218,86 EUR.
- 322. Zur Ermittlung der Abfindung nach dem Ertragswertverfahren liegen die uns bis zum Ende der Bewertungsarbeiten zur Verfügung gestellten Informationen zugrunde. Sollten Ereignisse zwischen dem Abschluss unserer Bewertungsarbeiten und dem Tag der ordentlichen Hauptversammlung am 3. Juli 2017 eintreten, die einen Einfluss auf die Höhe der Abfindung haben, sind die Werte entsprechend anzupassen.
- 323. Aufgrund der derzeit dynamischen Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der damit verbundenen Auswirkungen auf die Zinskonditionen können wir zum Abschluss unserer Bewertungsarbeiten nicht ausschließen, dass in dem Zeitraum zwischen Beendigung der Bewertungsarbeiten sowie dem Tag der beschlussfassenden ordentlichen Hauptversammlung, welcher der Stichtag für die Bewertung ist, die Verwendung eines abweichenden Basiszinssatzes nach den anzuwendenden Bewertungsgrundsätzen erforderlich ist.

- 324. Infolge dieser Unsicherheiten stellen wir im Folgenden, neben den Ergebnissen, wie sie sich zum Abschluss unserer Bewertungsarbeiten ergeben, eine Szenariobetrachtung dar, welche alternativ die Auswirkung von Basiszinssätzen von 1,0 % und 1,5 % berücksichtigt. Dabei wurde vereinfachend unterstellt, dass alle sonstigen Bewertungsparameter und -vorgehensweisen unverändert bleiben.
- 325. Die nachstehende Tabelle zeigt die auf dieser Grundlage ermittelten Unternehmenswerte je Aktie im Überblick:

XCOM AG
Wert je Aktie in Abhängigkeit vom Basiszinssatz

Basiszinssatz	Unternehmenswert je Aktie
1,00%	225,41 €
1,25%	218,86 €
1,50%	212,65€

Quelle: PwC-Analyse

G. Ergebniszusammenfassung

- 326. Die XCOM AG hat mit Schreiben vom 22. Februar 2017 beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme zum objektivierten Unternehmenswert der XCOM AG sowie zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a ff. AktG zu erstatten.
- 327. Unserer Wertermittlung liegt die erläuterte prognoseorientierte Ertragswertmethode zugrunde. Basis unserer Berechnungen waren die Planungsrechnungen der XCOM-Gruppe für die Geschäftsjahre 2017 bis 2021. Aus den uns vorliegenden Prognosedaten haben wir die zu erwartenden Nettoausschüttungen abgeleitet.
- 328. Die Nettoausschüttungen sind mit einem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag, den 3. Juli 2017, zu diskontieren. Zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes haben wir einen Basiszinssatz von 1,25 %, eine Nach-Steuer-Marktrisikoprämie von 5,50 %, einen periodenspezifischen, in Anlehnung an die Kapitalstruktur sich verändernden Beta-Faktor von rd. 1,2 für den Geschäftsbereich XCOM und einen verschuldeten Beta-Faktor von rd. 1,4 für den Geschäftsbereich biw verwendet.
- 329. Unter Berücksichtigung der vorgenannten Prämissen ergibt sich für die Planjahre 2017 bis 2021 ein periodenspezifischer Kapitalisierungszinssatz von rd. 7,7 % für den Geschäftsbereich XCOM und rd. 8,6 % für den Geschäftsbereich biw. Für die Zeit nach der expliziten Planungsphase, für die wir ein langfristig erzielbares preisbedingtes Wachstum der Nettoausschüttungen von 1,0 % p.a. angenommen haben, wurden die erwarteten Nettoausschüttungen ab dem Geschäftsjahr 2023 mit einem Kapitalisierungszinssatz von 6,7 % für den Geschäftsbereich XCOM und rd. 7,6 % für den Geschäftsbereich biw diskontiert.
- 330. Auf Basis der dargestellten Annahmen und unter Beachtung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen haben wir einen Unternehmenswert der XCOM AG zum 3. Juli 2017 von 121,4 Mio. EUR ermittelt. Auf Basis der aktuellen Aktienanzahl der XCOM AG unter Berücksichtigung der von der biw gehaltenen Anteile ergibt sich ein Unternehmenswert je Aktie von 218,86 EUR. Der Liquidationswert liegt unterhalb des Ertragswerts und ist somit für die Bewertung der XCOM AG nicht relevant. Die Marktbewertung stützt das Ergebnis der Ertragswertberechnung.
- 331. Da die XCOM AG nicht börsennotiert ist, kann die Börsenkursentwicklung nicht als Untergrenze zur Bestimmung der Barabfindung herangezogen werden.
- 332. Der Ermittlung der angemessenen Barabfindung nach dem Ertragswertverfahren liegen die uns bis zum Ende der Bewertungsarbeiten zur Verfügung gestellten Informationen zugrunde. Sollten Ereignisse zwischen dem Abschluss unserer Bewertungsarbeiten und dem Tag der ordentlichen

- Hauptversammlung eintreten, die einen Einfluss auf die Höhe der Barabfindung haben, sind die Werte entsprechend anzupassen.
- 333. Wir haben diese gutachtliche Stellungnahme auf der Grundlage der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie der uns erteilten Auskünfte und der Ergebnisse eigener Untersuchungen erstellt.
- 334. Wir erstatten diese gutachtliche Stellungnahme nach bestem Wissen und Gewissen unter Bezugnahme auf die Grundsätze, wie sie in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüferordnung niedergelegt sind.

Frankfurt am Main, den 17. Mai 2017

PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Andreas Grün (Wirtschaftsprüfer)

ppa. Georg Gollnow (Wirtschaftsprüfer)

Alle Rectule vorbentalen. Ohne Genehmigung des Verläges ist es nicht gestaltet, die Vordrucke ganz oder teilweise nachzudrucken bzw. auf folomechanischem Wege zu vervieilfälligen. DIDV verlag GmbH. Terstesgenstratike 14. -4.047. Düsseldord

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2002

1. Geltungsbereich

- (1) Die Auftragsbedingungen gelten für die Verträge zwischen Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im nachstehenden zusammenfassend "Wirtschaftsprüfer" genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Beratungen und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes audrücklich schriftlich vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.
- (2) Werden im Einzelfall ausnahmsweise vertragliche Beziehungen auch zwischen dem Wirtschaftsprüfer und anderen Personen als dem Auftraggeber begründet, so gelten auch gegenüber solchen Dritten die Bestimmungen der nachstehenden Nr. 9.

2. Umfang und Ausführung des Auftrages

- (1) Gegenstand des Auftrages ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrages sachverständiger Personen zu bedienen.
- (2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen der ausdrücklichen schriftlichen Vereinbarung.
- (3) Der Auftrag erstreckt sich, soweit er nicht darauf gerichtet ist, nicht auf die Prüfung der Frage, ob die Vorschriften des Steuerrechts oder Sondervorschriften, wie z. B. die Vorschriften des Preis-, Wettbewerbsbeschränkungs- und Bewirtschaftungsrechts beachtet sind; das gleiche gilt für die Feststellung, ob Subventionen, Zulagen oder sonstige Vergünstigungen in Anspruch genommen werden können. Die Ausführung eines Auftrages umfaßt nur dann Prüfungshandlungen, die gezielt auf die Aufdeckung von Buchfälschungen und sonstigen Unregelmäßigkeiten gerichtet sind, wenn sich bei der Durchführung von Prüfungen dazu ein Anlaß ergibt oder dies ausdrücklich schriftlich vereinbart ist.
- (4) Ändert sich die Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgerungen hinzuweisen.

3. Aufklärungspflicht des Auftraggebers

- (1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, daß dem Wirtschaftsprüfer auch ohne dessen besondere Aufforderung alle für die Ausführung des Auftrages notwendigen Unterlagen rechtzeitig vorgelegt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrages von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden.
- (2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten schriftlichen Erklärung zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

Der Auftraggeber steht dafür ein, daß alles unterlassen wird, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährden könnte. Dies gilt insbesondere für Angebote auf Anstellung und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Hat der Wirtschaftsprüfer die Ergebnisse seiner Tätigkeit schriftlich darzustellen, so ist nur die schriftliche Darstellung maßgebend. Bei Prüfungsaufträgen wird der Bericht, soweit nichts anderes vereinbart ist, schriftlich erstattet. Mündliche Erklärungen und Auskünfte von Mitarbeitern des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrages sind stets unverbindlich.

6. Schutz des geistigen Eigentums des Wirtschaftsprüfers

Der Auftraggeber steht dafür ein, daß die im Rahmen des Auftrages vom Wirtschaftsprüfer gefertigten Gutachten, Organisationspläne, Entwürfe, Zeichnungen, Aufstellungen und Berechnungen, insbesondere Massen- und Kostenberechnungen, nur für seine eigenen Zwecke verwendet werden.

7. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Berichte, Gutachten und dgl.) an einen Dritten bedarf der schriftlichen Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, soweit sich nicht bereits aus dem Auftragsinhalt die Einwilligung zur Weitergabe an einen bestimmten Dritten ergibt.

Gegenüber einem Dritten haftet der Wirtschaftsprüfer (im Rahmen von Nr. 9) nur, wenn die Voraussetzungen des Satzes 1 gegeben sind.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers zu Werbezwecken ist unzulässig; ein Verstoß berechtigt den Wirtschaftsprüfer zur fristlosen Kündigung aller noch nicht durchgeführten Aufträge des Auftraggebers.

8. Mängelbeseitigung

- (1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlagen der Nacherfüllung kann er auch Herabsetzung der Vergütung oder Rückgängigmachung des Vertrages verlangen; ist der Auftrag von einem Kaufmann im Rahmen seines Handelsgewerbes, einer juristischen Person des öffentlichen Rechts oder von einem öffentlich-rechtlichen Sondervermögen erteilt worden, so kann der Auftraggeber die Rückgängigmachung des Vertrages nur verlangen, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt
- (2) Der Anspruch auf Beseitigung von M\u00e4ngeln mu\u00df vom Auftraggeber unverz\u00fcglich schriftlich geltend gemacht werden. Anspr\u00fcche nach Abs. 1, die nicht auf einer vors\u00e4tzlichen Handlung beruhen, verj\u00e4hren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verj\u00e4hrungsbeginn.
- (3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler, und formelle M\u00e4ngel, die in einer beruflichen Au\u00dferung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftspr\u00fcfers enthalten sind, k\u00f6nnen jederzeit vom Wirtschaftspr\u00fcfer auch Dritten gegen\u00fcber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen \u00e4uber und substructions die Au\u00e4berung auch Dritten gegen\u00fcber zur\u00fcckzunehmen. In den vorgenannten F\u00e4llen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftspr\u00fcfer tunlichst vorher zu h\u00f6ren.

9. Haftung

 Für gesetzlich vorgeschriebene Pr
üfungen gilt die Haftungsbeschr
änkung des
§ 323 Abs. 2 HGB.

(2) Haftung bei Fahrlässigkeit, Einzelner Schadensfall

(2) raitunig ber atmassignent, Einzemer Schadenstall
Falls weder Abs. 1 eingreift noch eine Regelung im Einzelfall besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gem. § 54 a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt; dies gilt auch dann, wenn eine Haftung gegenüber einer anderen Person als dem Auftraggeber begründet sein sollte. 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. Die Begrenzung auf das Fünffache der Mindestversicherungssumme gilt nicht bei gesetzlich vorgeschriebenen Pflichtprüfungen.

(3) Ausschlußfristen

Ein Schadensersatzanspruch kann nur innerhalb einer Ausschlußfrist von einem Jahr geltend gemacht werden, nachdem der Anspruchsberechtigte von dem Schaden und von dem anspruchsbegründenden Ereignis Kenntnis erlangt hat, spätestens aber innerhalb von 5 Jahren nach dem anspruchsbegründenden Ereignis. Der Anspruch erlischt, wenn nicht innerhalb einer Frist von sechs Monaten seit der schriftlichen Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde.

Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt. Die Sätze 1 bis 3 gelten auch bei gesetzlich vorgeschriebenen Prüfungen mit gesetzlicher Haftungsbeschränkung.

52001 KND

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

- (1) Eine nachträgliche Änderung oder Kürzung des durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschlusses oder Lageberichts bedarf, auch wenn eine Veröffentlichung nicht stattfindet, der schriftlichen Einwilligung des Wirtschaftsprüfers. 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 schriftlicher Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässin.
- (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 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 Falle hat der Auftraggeber dem Wirtschaftsprüfer alle für die Wahrung von Fristen wesenlichen Unterlagen, insbesondere Steuerbescheide, so rechtzeitig vorzulegen, daß dem Wirtschaftsprüfer eine angemessene Bearbeitungszeit zur Verfügung steht.
- (3) Mangels einer anderweitigen schriftlichen Vereinbarung umfaßt die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden T\u00e4tigkeiten:
 - a) Ausarbeitung der Jahressteuererklärungen für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer sowie der Vermögensteuererklärungen, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger, für die Besteuerung erforderlicher 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 schriftlicher Vereinbarungen die unter Abs. 3 d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.
- (5) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, K\u00fcrperschaftsteuer, Gewerbesteuer, Einheitsbewertung und Verm\u00f6gensteuer sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrages. Dies gilt auch f\u00fcr
 - a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrsteuer, Grunderwerbsteuer,
 - b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen und
 - c) die beratende und gutachtliche T\u00e4tigkeit im Zusammenhang mit Umwandlung, Verschmetzung, Kapitalerh\u00f6hung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsver\u00e4\u00fcuserung, Liquidation und dergleichen.

(6) 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 Vorsteuerabzuges wird nicht übernommen.

12. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

- (1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze verpflichtet, über alle Tatsachen, die ihm im Zusammenhang mit seiner Tätigkeit für den Auftraggeber bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, gleichviel, ob es sich dabei um den Auftraggeber selbst oder dessen Geschäftsverbindungen handelt, es sei denn, daß der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet
- (2) Der Wirtschaftsprüfer darf Berichte, Gutachten und sonstige schriftliche Äußerungen über die Ergebnisse seiner Tätigkeit Dritten nur mit Einwilligung des Auftragebers aushändigen.
- (3) Der Wirtschaftsprüfer ist befugt, ihm anvertraute personenbezogene Daten im Rahmen der Zweckbestimmung des Auftraggebers zu verarbeiten oder durch Dritte verarbeiten zu lassen.

13. Annahmeverzug und unterlassene Mitwirkung des Auftraggebers

Kommt der Auftraggeber mit der Annahme der vom Wirtschaftsprüfer angebotenen Leistung in Verzug oder unterläßt der Auftraggeber eine ihm nach Nr. 3 oder sonstwie obliegende Mitwirkung, so ist der Wirtschaftsprüfer zur fristlosen Kündigung des Vertrages berechtigt. Unberührt bleibt der Anspruch des Wirtschaftsprüfers auf Ersatz der ihm durch den Verzug oder die unterlassene Mitwirkung des Auftraggebers entstandenen Mehraufwendungen sowie des verursachten Schadens, und zwar auch dann, wenn der Wirtschaftsprüfer von dem Kündigungsrecht keinen Gebrauch macht.

14. Vergütun

- (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) Eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz ist nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

15. Aufbewahrung und Herausgabe von Unterlagen

- (1) Der Wirtschaftsprüfer bewahrt die im Zusammenhang mit der Erledigung eines Auftrages ihm übergebenen und von ihm selbst angefertigten Unterlagen sowie den über den Auftrag geführten Schriftwechsel zehn Jahre auf.
- (2) Nach Befriedigung seiner Ansprüche aus dem Auftrag hat der Wirtschaftsprüfer auf Verlangen des Auftraggebers alle Unterlagen herauszugeben, die er aus Anlaß seiner Tätigkeit für den Auftrag von diesem oder für diesen erhalten hat. Dies gilt jedoch nicht für den Schriftwechsel zwischen dem Wirtschaftsprüfer und seinem Auftraggeber und für die Schriftstücke, die dieser bereits in Urschrift oder Abschrift besitzt. Der Wirtschaftsprüfer kann von Unterlagen, die er an den Auftraggeber zurückgibt, Abschriften oder Fotokopien anfertigen und zurückbehalten.

16. Anzuwendendes Recht

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