

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit
der Barabfindung gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii), Art. 10 der
Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom
8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen
Gesellschaft (SE) i.V.m. § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m.
§§ 327c Abs. 2 S. 2, 293e Abs. 1 AktG anlässlich der beabsich-
tigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der
ABOUT YOU Holding SE, Hamburg,
auf die
ABYxZAL Holding AG, Hamburg

Inhaltsverzeichnis

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung	1
2.	Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung	6
3.	Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode	9
3.1.	Bewertungsgrundsätze	9
3.1.1.	Zukunftserfolgswert	9
3.1.2.	Ertragswertverfahren	10
3.1.3.	Liquidationswert	12
3.1.4.	Substanzwert	12
3.1.5.	Vergleichsorientierte Bewertung	13
3.2.	Relevanz von Vorerwerben	13
3.3.	Berücksichtigung des Börsenkurses	16
3.4.	Angemessenheit der Bewertungsmethode	17
4.	Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung im Einzelnen	19
4.1.	Bewertungsobjekt	19
4.1.1.	Rechtliche Grundlagen	19
4.1.2.	Abgrenzung des Bewertungsobjekts	19
4.1.3.	Wirtschaftliche Grundlagen	20
4.1.4.	Steuerliche Grundlagen	23
4.2.	Bewertungsstichtag	24
4.3.	Markt- und Wettbewerbsumfeld	25
4.3.1.	Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen	25
4.3.2.	Branchenspezifisches Umfeld	29

4.3.3.	Wettbewerbsumfeld	35
4.4.	Ermittlung des Ertragswerts	40
4.4.1.	Analyse der Unternehmensplanung	40
4.4.2.	Analyse des Kapitalisierungszinssatzes	70
4.4.3.	Ableitung des Ertragswerts	88
4.5.	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen	89
4.6.	Unternehmenswert auf Ertragswertbasis	91
4.7.	Plausibilisierung des Unternehmenswerts	91
4.8.	Börsenkurs	94
4.8.1.	Börsenkurs als Wertuntergrenze	94
4.8.2.	Börsenkurs als Bewertungsmethode	96
5.	Besondere Schwierigkeiten der Bewertung	103
6.	Festgelegte Barabfindung	104
7.	Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung	105

Wir weisen darauf hin, dass aus rechentechnischen Gründen in den Tabellen Rundungsdifferenzen in Höhe von einer Einheit (€, % usw.) auftreten können.

Kapitalmarktdaten haben wir, sofern nicht anders angegeben, mithilfe des Finanzdienstleisters S&P GLOBAL MARKET INTELLIGENCE LLC, New York, USA (im Folgenden auch „S&P Capital IQ“) erhoben.

Anlagenverzeichnis

- Anlage 1** Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 11. Juni 2025 zur Bestellung der Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, Zweigniederlassung Hamburg, zum sachverständigen Prüfer
- Anlage 2** Abkürzungsverzeichnis
- Anlage 3** Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

Im Zusammenhang mit der beabsichtigten Verschmelzung der

**ABOUT YOU Holding SE,
Hamburg**
(im Folgenden auch „ABYHSE“ oder „Gesellschaft“ genannt;
gemeinsam mit ihren direkten und indirekten Tochterunternehmen und Beteiligungen
auch „ABOUT YOU“ genannt),

als übertragender Rechtsträger im Wege der Aufnahme auf die

**ABYxZAL Holding AG,
Hamburg**
(zuvor firmierend: Alsterhöhe 18. V V AG; im Folgenden auch „ABYxZAL“ genannt),

als übernehmenden Rechtsträger soll die außerordentliche Hauptversammlung der ABYHSE, die von der Gesellschaft für den 22. September 2025 geplant wird, auf Verlangen der ABYxZAL gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii), Art. 10 der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) i.V.m. § 62 Abs. 5 S. 1 UmwG i.V.m. § 327a AktG über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (im Folgenden auch „Minderheitsaktionäre“) der ABYHSE auf die ABYxZAL als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.¹

Die ABYxZAL Holding AG ist eine 100 %ige Tochtergesellschaft der Zalando SE, Berlin (im Folgenden auch „Zalando“). Die ABYxZAL firmierte bis zum 4. Juli 2025 unter Alsterhöhe 18. V V AG.

Befinden sich bei einer Verschmelzung zweier Aktiengesellschaften durch Aufnahme Aktien in Höhe von mindestens 90 % des Grundkapitals der übertragenden Aktiengesellschaft in der Hand der übernehmenden Aktiengesellschaft und gehören sie dieser, kann die Hauptversammlung der übertragenden Aktiengesellschaft nach § 62 Abs. 5 S. 1 UmwG innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags einen Beschluss nach § 327a Abs. 1 S. 1 AktG über die Übertragung der Aktien der

¹ Im Folgenden wird auf einen gesonderten Hinweis auf die Verweisung Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) im Regelfall verzichtet.

übrigen Aktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung fassen (sog. „verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out“).

Die ABYxZAL hält ausweislich einer Depotbestätigung vom 11. August 2025 der BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland, Frankfurt am Main, 158.879.681 der insgesamt 175.470.407 auf den Inhaber lautenden Stückaktien der ABYHSE. Da die ABYHSE 1.730.325 eigene Aktien hält, entspricht der Anteil der ABYxZAL ca. 91,45 % des Grundkapitals der ABYHSE unter Herausrechnung der von der ABYHSE gehaltenen eigenen Aktien.

Die ABYxZAL und die ABYHSE haben am 12. August 2025 einen Verschmelzungsvertrag (nachfolgend der „Verschmelzungsvertrag“) geschlossen, der die Angabe enthält, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre der ABYHSE erfolgen soll (UR-Nr. 1676/2025/P von Herrn Dr. Simon Koch als amtlich bestelltem Vertreter des Notars Axel Pfeifer, Hamburg).

Die Zalando und die ABYxZAL haben die ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München (im Folgenden auch „ValueTrust“ oder „Bewertungsgutachter“ genannt), beauftragt, eine Gutachtliche Stellungnahme zum Wert des Eigenkapitals der ABYHSE und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 S. 1, 8 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG zum 22. September 2025 (im Folgenden auch „Bewertungsgutachten“ oder „Gutachtliche Stellungnahme“ genannt) zu erstellen.

Die ABYxZAL hat die angemessene Barabfindung auf Grundlage der von ValueTrust erstellten Gutachtlichen Stellungnahme festgelegt.

Die Ausführungen zum Wert des Eigenkapitals und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung zum 22. September 2025 sind im Übertragungsbericht der ABYxZAL als Hauptaktionärin der ABYHSE über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der ABYHSE auf die ABYxZAL sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 S. 1 AktG vom 12. August 2025 nebst Anlagen (nachfolgend auch „Übertragungsbericht“ genannt) wiedergegeben. Danach macht sich der Vorstand der ABYxZAL die Ausführungen der dem Übertragungsbericht als Anlage beigefügten Gutachtliche Stellungnahme des Bewertungsgutachters zum Börsenkurs und zur Unternehmensbewertung der ABYHSE und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung inhaltlich in vollem Umfang zu eigen.

Nach § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 S. 2 AktG ist die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.

Auf Antrag der Alsterhöhe 18. V V AG (nunmehr firmierend: ABYxZAL) wurde die Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, Zweigniederlassung Hamburg (im Folgenden auch „Baker Tilly“ genannt), vom Landgericht Hamburg mit Beschluss vom 11. Juni 2025 gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 S. 3 AktG zum sachverständigen Prüfer ausgewählt und bestellt (vgl. Anlage 1). Die Alsterhöhe 18. V V AG (nunmehr firmierend: ABYxZAL) hat uns daraufhin mit der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung, die an die Minderheitsaktionäre der ABYHSE gewährt werden soll, beauftragt.

Wir haben bei der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung die nach § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 S. 3, 293d Abs. 1 S. 1 AktG, §§ 319, 319b HGB anwendbaren Vorschriften zur Unabhängigkeit beachtet.

Bei der Durchführung der Prüfung haben uns insbesondere die folgenden wesentlichen Unterlagen vorgelegen:

- Übertragungsbericht vom 12. August 2025 sowie die vorangegangenen Entwürfe;
- Gutachtliche Stellungnahme vom 11. August 2025 sowie die vorangegangenen Entwürfe;
- Verschmelzungsvertrag zwischen der ABYxZAL als übernehmendem Rechtsträger und der ABYHSE als übertragendem Rechtsträger vom 12. August 2025 (UR-Nr. 1676/2025/P von Herrn Dr. Simon Koch als amtlich bestelltem Vertreter des Notars Axel Pfeifer, Hamburg) sowie die vorangegangenen Entwürfe;
- Berichte über die Prüfung des Konzernabschlusses bzw. des Jahresabschlusses und des zusammengefassten Lageberichts der ABYHSE für die Geschäftsjahre 2022/23, 2023/24 und 2024/25;
- Planungsrechnung für die Geschäftsjahre 2025/26 bis 2030/31 der ABOUT YOU, die am 30. Juli 2025 vom Vorstand verabschiedet wurde;
- betriebswirtschaftliche Auswertungen zu den historischen und geplanten Finanzzahlen;
- Internes Reporting zu den Plan-Ist Abweichungen für die Geschäftsjahre 2022/23 bis 2024/25;
- Unterlagen zu den steuerlichen Verhältnissen der ABYHSE;

- Protokolle der Vorstands- und Aufsichtsratssitzungen der ABYHSE der drei vergangenen Geschäftsjahre;
- Auszüge aus den Arbeitspapieren des Bewertungsgutachters;
- Öffentlich zugängliche Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Kapitalmarktdaten.

Als Auskunftspersonen standen uns neben dem Vorstand der ABYHSE von diesem benannte Mitarbeiter von ABOUT YOU sowie im Auftrag des Vorstands der ABYxZAL von der Zalando SE benannte Mitarbeiter und deren Berater, insbesondere der ValueTrust, zur Verfügung. Alle erbetenen Auskünfte sind uns erteilt worden.

Der Vorstand der ABYHSE hat uns gegenüber unter dem Datum dieses Prüfungsberichts eine Vollständigkeitserklärung abgegeben. Der Vorstand der ABYxZAL hat uns gegenüber ebenfalls unter dem Datum dieses Prüfungsberichts erklärt, dass er die Vollständigkeitserklärung des Vorstands der ABYHSE zur Kenntnis genommen hat und keine abweichenden oder darüberhinausgehenden Informationen vorliegen, die für die Bestimmung des Unternehmenswertes der ABYHSE oder die Festlegung der Barabfindung relevant wären.

Bei unserer Prüfung haben wir den Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Institutes der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1) in der Fassung vom 2. April 2008, Stand vom 4. Juli 2016, (im Folgenden auch „IDW S 1“) berücksichtigt.

Klarstellend weisen wir darauf hin, dass der vorliegende Entwurf einer Neufassung des Standards in der Entwurfsfassung IDW ES 1 i.d.F. 2024 (Stand: 7. November 2024) eine noch nicht abschließend abgestimmte Berufsauffassung darstellt und nach den Maßgaben des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des Institutes der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (der Fachausschuss im Folgenden auch „FAUB“ und das Institut auch „IDW“ genannt) eine Anwendung vor der Veröffentlichung der endgültig verabschiedeten Fassung nicht zulässig ist.

Wir haben unsere Prüfung vom 16. Juni 2025 bis zum Tag der Zeichnung dieses Prüfungsberichts in unseren Büros in Düsseldorf und Hamburg durchgeführt. Unsere Prüfungsarbeiten haben wir vor Abschluss der Bewertungsarbeiten des Bewertungsgutachters aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Prüfungen üblich und durch die Rechtsprechung anerkannt. Sie ist in der Notwendigkeit begründet, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben.

Sollten sich zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der beabsichtigten Beschlussfassung der Hauptversammlung der ABYHSE am 22. September 2025 über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre wesentliche Änderungen in der geplanten Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der ABYHSE ergeben, wären diese bei der Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse, der Konzernabschlüsse oder der Geschäftsführung der ABYHSE einschließlich ihrer direkten und indirekten Tochterunternehmen sowie Beteiligungen vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind nicht Gegenstand einer Angemessenheitsprüfung der Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre. Die Übereinstimmung der Jahresabschlüsse sowie der Konzernjahresabschlüsse und der zusammengefassten Lageberichte der ABYHSE zu den Stichtagen 28. Februar 2023, 29. Februar 2024 und 28. Februar 2025 mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften wurden von den Abschlussprüfern der ABYHSE uneingeschränkt bestätigt. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahres- bzw. Konzernabschlüsse und der zusammengefassten Lageberichte sowie der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir daher von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

Dieser Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung wurde ausschließlich für den vorstehend dargestellten Zweck erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlussfassenden Hauptversammlung der ABYHSE (einschließlich dessen Veröffentlichung auf den Internetseiten der Gesellschaft) sowie die Vorlage in etwaigen Gerichtsverfahren im Zusammenhang mit dem umwandlungsrechtlichen Squeeze-Out. Der Bericht ist nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen Zweck bestimmt und darf ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung nicht außerhalb dieses Zwecks an Dritte weitergegeben werden.

Für die Durchführung unseres Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage diesem Bericht beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024 (nachfolgend auch „AAB“ genannt) maßgebend.

2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung

Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 S. 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung.

Dementsprechend haben wir geprüft, ob die von der ABYxZAL festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse bei der ABYHSE als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der Voraussetzungen und Rechtmäßigkeit für eine Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.

Der gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 S. 3 AktG bestellte sachverständige Prüfer hat nach § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e AktG über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist.

Im Prüfungsbericht des sachverständigen Prüfers ist in sinngemäßer Anwendung von § 293e AktG anzugeben:

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

Sofern für die Gesellschaft, deren Minderheitsaktionäre abgefunden werden sollen, Aktienkurse feststellbar sind, ist die methodische Relevanz dieser zur Festlegung der Barabfindung und die konkrete Ableitung des Börsenkurses der Aktien der Gesellschaft zu beurteilen.

Sofern eine Unternehmensbewertung als Grundlage für die Festlegung der Barabfindung durchgeführt wurde, lässt sich die Angemessenheit der Barabfindung auf der Basis einer Überprüfung dieser Bewertung beurteilen. Eine eigenständige Bewertung der Gesellschaft durch den sachverständigen Prüfer ist dazu grundsätzlich nicht durchzuführen.

Der Prüfer hat die der Ermittlung der Abfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Angemessenheit und Konsistenz sowie der inhaltlichen Prämissen zu beurteilen.

Basiert die Bewertung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die bewertungsrelevanten Faktoren sachgerecht abgeleitet worden sind und die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen.

Die der zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung als Basis dienende Unternehmensplanung der Gesellschaft einschließlich ihrer Tochter- und Beteiligungsunternehmen sowie Arbeitspapiere des Bewertungsgutachters zur Ermittlung der Kapitalkosten und zur Bewertung sowie zum Börsenkurs haben wir erhalten, in Gesprächen im Wesentlichen mit Vertretern der Gesellschaft und des Bewertungsgutachters erörtert und auf ihre Plausibilität überprüft.

Als Maßstäbe für die Plausibilitätsbeurteilung der Planung haben wir entsprechend des IDW Praxishinweises 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ mit Stand vom 2. Januar 2017 auf die rechnerische und formelle Plausibilität, die materielle interne Plausibilität (d.h. insb. die Nachvollziehbarkeit gegebener Erläuterungen und Planungsprämissen, Konsistenz mit Ist-Entwicklung und Unternehmenspotenzial) sowie die materielle externe Plausibilität (d.h. insb. Konsistenz zu Marktanalysen und Wettbewerbsanalysen) abgestellt.

Zur Beurteilung einer konsistenten und methodisch sachgerechten Ableitung der einzelnen Parameter der Kapitalkosten und des Unternehmenswerts insgesamt sowie des Börsenkurses haben wir ergänzend zum Nachvollzug der Analysen und Berechnungen des Bewertungsgutachters eigenständige Untersuchungen auf der Grundlage von Kapitalmarktdatenbanken sowie Berechnungen mit Hilfe eines eigenen Bewertungsmodells vorgenommen.

Wir haben unsere Prüfung unabhängig und eigenverantwortlich durchgeführt.

Gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 S. 1 AktG hat die Hauptaktionärin der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (Übertragungsbericht). Die Vollständigkeit und Richtigkeit des Übertragungsberichts waren, ebenso wie die Zweckmäßigkeit der beabsichtigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre, nicht Gegenstand unserer Prüfung. Im Rahmen unserer Tätigkeit haben wir uns nur insoweit mit dem vorgelegten Bericht befasst, als er relevante Angaben über den Prüfungsgegenstand, die methodische und rechnerische Erläuterung und Begründung des Unternehmenswertes der ABYHSE und die darauf aufbauende Ableitung der Barabfindung enthält.

Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten.

Unser Prüfungsbericht gibt das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wieder.

3. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode

3.1. Bewertungsgrundsätze

3.1.1. Zukunftserfolgswert

Für die Festlegung der Barabfindung können grundsätzlich die Ergebnisse einer Unternehmensbewertung verwendet werden. Die hierbei zugrunde gelegte Methodik ist vom Prüfer hinsichtlich der Art und Gründe für ihre Anwendung sowie ihrer Angemessenheit zu überprüfen.

Der Gesetzgeber schreibt keine bestimmte Methode für die Bewertung eines Unternehmens vor.

In der Betriebswirtschaftslehre, in der Rechtsprechung und in der Bewertungspraxis haben sich allgemein anerkannte Bewertungsgrundlagen herausgebildet, die auf die Bewertung von Unternehmen angewandt werden.

Die bei der Unternehmensbewertung von deutschen Wirtschaftsprüfern anzuwendenden Bewertungsgrundlagen und Methoden sind im IDW S 1 festgelegt.

Die im IDW S 1 verankerten Grundsätze zur Unternehmensbewertung beruhen auf der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur und Bewertungspraxis. Die in den Verlautbarungen des IDW niedergelegten Methoden und Grundsätze zur Unternehmensbewertung stellen eine in der Rechtsprechung anerkannte Expertenauffassung für ein methodisch zutreffendes Vorgehen bei der Ermittlung von Unternehmenswerten dar. Sie werden trotz aller im Allgemeinen oder in Einzelfragen dagegen vorgebrachten Kritik bei Unternehmensbewertungen im Zusammenhang mit aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen in der Praxis ganz überwiegend beachtet.²

Der Wert eines Unternehmens ergibt sich nach IDW S 1 – unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele – grundsätzlich durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen finanziellen (Netto-)Überschüsse an die Unternehmenseigner, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden (Zukunftserfolgswert). Nach IDW S 1 wird der Wert des Unternehmens damit regelmäßig aus seiner Ertragskraft, d.h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet.

² Vgl. hierzu grundlegend bereits u.a. OLG Stuttgart v. 15. Oktober 2013, 20 W 3/13 m.w.N.

Hierbei ist es herrschende Auffassung, die Barabfindung anlässlich aktien- und umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen aus einem sog. „objektivierten Unternehmenswert“ abzuleiten.

Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren. Bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen wird der objektivierte Unternehmenswert im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und deutschen Rechtsprechung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ermittelt. Bei dieser Typisierung sind demgemäß zur unmittelbaren Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern sachgerechte Annahmen zu deren Höhe sowohl bei den finanziellen Überschüssen als auch beim Kapitalisierungszinssatz zu treffen.³

Die Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte erfolgt auf sog. „Stand-Alone-Basis“, d.h. Überschüsse aus Synergieeffekten, die erst aus der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme entstehen, sind nicht zu berücksichtigen (sog. echte Synergien). Sog. unechte Synergieeffekte sind hingegen dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen.⁴ Die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten sind insoweit im Rahmen objektivierter Unternehmenswerte abzubilden, als die Synergie stiftenden Maßnahmen zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind.

3.1.2. Ertragswertverfahren

Der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert kann nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem sog. Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden.

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, wobei diese üblicherweise aus den für die Zukunft geplanten Jahresergebnissen abgeleitet werden. Die dabei zugrunde liegende Planungsrechnung kann nach handelsrechtlichen oder

³ IDW S 1, Tz. 31.

⁴ IDW S 1, Tz. 34; IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018 Abschnitt A, Tz. 270 f., Abschnitt C, Tz. 120; Zeidler in: Semler/Stengel/Leonard, Umwandlungsgesetz, 5. Auflage 2021, Rn. 46 ff.

anderen Vorschriften aufgestellt sein. Die Finanzierbarkeit der geplanten Ausschüttungen ist hierbei zu beachten.

Bei den alternativ im IDW S 1 dargestellten Discounted-Cashflow-Methoden erfolgt eine Diskontierung der zukünftig geplanten Finanzmittelüberschüsse unter der Nebenbedingung der handelsrechtlichen Ausschüttungsfähigkeit. Bei gleichen Bewertungsannahmen und -prämissen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, führen beide Bewertungsverfahren grundsätzlich zu gleichen Unternehmenswerten.

Wir haben uns davon überzeugt, dass der vorliegenden Bewertung neben der Ertragsplanung auch eine abgestimmte Bilanzplanung zugrunde liegt und damit die zuvor dargestellten Voraussetzungen für die Äquivalenz von Ertragswertverfahren und Discounted-Cashflow-Verfahren grundsätzlich gegeben sind.

Der Bewertungsgutachter ermittelt den Zukunftserfolgswert der ABYHSE nach verschiedenen Bewertungsmethoden:

- Entsprechend der methodischen Vorgaben des IDW S 1 für objektivierte Unternehmenswerte ermittelt der Bewertungsgutachter in der Funktion eines neutralen Gutachters einen Ertragswert nach persönlichen Steuern.
- Entsprechend der „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Arbeitsgruppe „Corporate Transactions und Valuation“ der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e. V., Frankfurt (sog. „DVFA-Empfehlung“), ermittelt der Bewertungsgutachter einen Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern unter Berücksichtigung eines Discounted-Cashflow-Verfahrens.

Das Ertragswertverfahren ist ein in der Bewertungstheorie und -praxis im Zusammenhang mit der Bewertung von Unternehmen im Rahmen aktien- und umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen überwiegend gebräuchliches⁵ und in der Wissenschaft, Betriebswirtschaftslehre sowie Rechtsprechung anerkanntes Verfahren.⁶

In dem nach der Ertragswertmethode ermittelten Barwert werden die zukünftigen prognostizierten Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse berücksichtigt, die aus dem betriebsnotwendigen Vermögen des Bewertungsobjekts abgeleitet werden. Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert

⁵ Vgl. hierzu etwa I-Advise AG, Düsseldorf, Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen, 11. Auflage 2010 – 2024/25, Juni 2025, S. 7.

⁶ BGH v. 29. September 2015, II ZB 23/14.

hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen können dafür verschiedene Sonderwerte in Frage kommen. Das etwaige vorhandene nicht betriebsnotwendige Vermögen umfasst solche Vermögensgegenstände, die frei veräußert oder verwendet werden könnten, ohne dass davon der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird.

Im Hinblick auf die Ableitung des Unternehmenswerts über das Ertragswertverfahren verweisen wir im Ergebnis auf Abschnitt 4.4. dieses Berichts, im Hinblick auf die Berücksichtigung von Sonderwerten und nicht betriebsnotwendigem Vermögen auf Abschnitt 4.5. dieses Berichts.

3.1.3. Liquidationswert

Der Liquidationswert ergibt sich durch Diskontierung der sich im Rahmen einer Liquidation des Bewertungsobjekts ergebenden finanziellen Überschüsse. Der Liquidationswert kommt gemäß IDW S 1 als Wertuntergrenze für die Unternehmensbewertung in Betracht, wenn er den Zukunftserfolgswert übersteigen würde.⁷

Im vorliegenden Fall wurde vom Bewertungsgutachter aufgrund des positiven Marktwert-Buchwert-Verhältnisses der ABYHSE und der geplanten Rendite auf das eingesetzte Kapital kein Liquidationswert ermittelt.

Nach Auskünften der ABYHSE und der ABYxZAL ist aufgrund des erwarteten Ertragspotentials eine Liquidation der ABYHSE nicht beabsichtigt.

Es ist daher sachgerecht, für die Bemessung der Abfindung nicht auf einen Liquidationswert abzustellen. Im Hinblick auf die Höhe eines Liquidationswerts ist auch das im Falle einer Liquidation zukünftig entfallende nachhaltige Ertragspotenzial der ABYHSE sowie die anfallenden Liquidationskosten zu berücksichtigen.

3.1.4. Substanzwert

Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen Werte und Schulden. Aufgrund der Schwierigkeiten, nicht bilanzierungsfähige, vor allem immaterielle Werte eines Unternehmens zu ermitteln, wird in der Regel ein Substanzwert im Sinne eines (Netto-)Teilrekonstruktionszeitwertes ermittelt. Da diesem Substanzwert grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen fehlt, kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswertes keine eigenständige Bedeutung zu.

Es ist daher angemessen, dass ein Substanzwert nicht ermittelt wurde.

⁷ IDW S 1, Tz. 5, 120.

3.1.5. Vergleichsorientierte Bewertung

In der Bewertungspraxis werden neben den vorstehend beschriebenen Zukunftserfolgswertverfahren verbreitet sog. Multiplikator-Methoden angewendet. Hierbei wird ein geeigneter Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten von zum Bewertungsobjekt vergleichbaren börsennotierten Gesellschaften oder Transaktionen ermittelt und auf das Bewertungsobjekt übertragen.

Multiplikatorverfahren kommen zur Beurteilung der Plausibilität der Ergebnisse anderer Bewertungsverfahren zum Zuge. Sie zielen auf die Ermittlung von Vergleichswerten ab, indem sie anhand marktbasierter Kennzahlen anderer, vergleichbarer Unternehmen einen Marktpreis schätzen, wobei Vereinfachungsregeln mit einer geringeren Komplexität verwandt werden. Der so ermittelte Wert bzw. die ermittelte Wertbandbreite stellt keinen objektivierten Unternehmenswert dar, kann jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren bieten. Nach IDW S 1 können diese Verfahren nicht an die Stelle einer Unternehmensbewertung auf Grundlage des Ertragswertverfahrens treten.⁸

Der Bewertungsgutachter hat unseres Erachtens sachgerecht den u.a. über das Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung von Sonderwerten und nicht betriebsnotwendigem Vermögen abgeleiteten Unternehmenswert der ABYHSE Multiplikatoren gegenübergestellt und so plausibilisiert.

Wir haben eigenständige Analysen durchgeführt und verweisen hierzu auf Abschnitt 4.7. dieses Berichts.

3.2. Relevanz von Vorerwerben

Der Preis für Unternehmen und Unternehmensanteile bildet sich auf freien Kapitalmärkten aus Angebot und Nachfrage. Er wird wesentlich von der Nutzenschätzung (Grenznutzen) der jeweiligen Käufer und Verkäufer bestimmt und kann je nach dem mengenmäßigen Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage sowie den Einflussmöglichkeiten der Unternehmenseigner auf die Unternehmenspolitik (Alleineigentum, qualifizierte oder einfache Mehrheit, Sperrminorität oder Streubesitz) mehr oder weniger stark von dem Wert des gesamten Unternehmens oder dem quotalen Anteil am Unternehmensgesamtwert abweichen.

Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können – sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind –

⁸ IDW S 1, Tz. 143 f.

zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen, sie ersetzen aber keine Unternehmensbewertung.⁹

Das Bundesverfassungsgericht hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Aktieneigentums zur Bemessung der Barabfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können.¹⁰ Diese Entscheidung entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung, wobei der grundsätzlich fehlenden Bedeutung für die Bewertung nicht entgegenstünde, vorhandene Vorerwerbspreise im Einzelfall im Rahmen von Plausibilitäts- und Kontrollüberlegungen zu berücksichtigen.¹¹ Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH getroffen, wonach das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz enthalte, durch den Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt seien, dass ein Hauptaktionär verpflichtet wäre, die Aktien der Minderheitsaktionäre zu gleichen Bedingungen zu erwerben, wie zuvor beim Erwerb einer Beteiligung zur Erlangung oder Verstärkung der Kontrolle des Hauptaktionärs vereinbart wurden.¹²

Am 7. März 2025 veröffentlichte die ABYHSE eine Ad-Hoc-Mitteilung, wonach die Zalando SE sich mehr als 90 % der Anteile der ABYHSE gesichert habe und die Durchführung eines Squeeze-Outs der Minderheitsaktionäre der ABYHSE beabsichtige.¹³

Zuvor, am 11. Dezember 2024, veröffentlichte die ABYHSE eine Ad-Hoc-Mitteilung u.a. mit dem Inhalt, dass die Gesellschaft mit der Zalando SE eine Vereinbarung über einen strategischen Unternehmenszusammenschluss (sog. „Business Combination Agreement“, nachfolgend auch „BCA“) abgeschlossen habe. Zur Umsetzung des Unternehmenszusammenschlusses beabsichtige die Zalando SE ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (nachfolgend auch „Übernahmeangebot“) an die Aktionäre der Gesellschaft zum Erwerb aller Aktien der ABYHSE gegen Zahlung einer Geldleistung in Höhe von € 6,50 in bar je Aktie der Gesellschaft abzugeben.¹⁴

⁹ IDW S 1, Tz. 13.

¹⁰ BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566, 568.

¹¹ Vgl. van Rossum, in: MüKo, AktG, 6. Aufl. 2023, zu § 305, Tz. 91 m.w.N.; BGH v. 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632; Koch, Aktiengesetz, 19. Auflage 2025, zu § 305, Rn. 29 f.; BGH v. 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Tz. 51.

¹² EuGH v. 15. Oktober 2009, Rs. C 101/08, AG 2009, S. 821 ff.

¹³ https://www.eqs-news.com/de/news/ad-hoc/about-you-holding-se-zalando-sichert-sich-mehr-als-90-der-anteile-ander-about-you-holding-se-und-beabsichtigt-die-durchfuehrung-eines-squeeze-out-der-minderheitsaktionaere/73d1b72d-4233-4144-8337-ff4b6ef3bcf9_de, Abruf vom 16. Juli 2025.

¹⁴ https://www.eqs-news.com/de/news/ad-hoc/about-you-holding-se-about-you-und-zalando-vereinbaren-unternehmenszusammenschluss-und-oeffentliches-uebernahmeangebot-von-zalando-an-die-aktionaere-von-about-you/cca71a14-420b-4337-9140-62af9de6caa9_de, Abruf vom 18. Juli 2025.

In diesem Zusammenhang wurde mitgeteilt, dass die bisherigen Großaktionäre der Gesellschaft einschließlich der Otto GmbH & Co KG, Hamburg, der Mitglieder der Otto-Familie, der Aktieselskabet af 12.6.2018, Aarhus/Dänemark (Heartland), und aller drei Gründer und Mitglieder des Vorstands der Gesellschaft, sich unwiderruflich verpflichtet haben, sämtliche von ihnen gehaltenen Aktien der Gesellschaft im Rahmen des Übernahmeangebots zum Angebotspreis zu verkaufen („Aktienkaufverträge“).

Die Zalando SE veröffentlichte daraufhin am 20. Januar 2025 die Angebotsunterlage für das Übernahmeangebot an die Aktionäre der ABYHSE zum Erwerb sämtlicher nicht bereits unmittelbar von der Zalando SE gehaltener auf den Inhaber lautender Stammaktien ohne Nennbetrag (Stückaktien) der ABYHSE (nachfolgend auch „Angebotsunterlage“) zum Angebotspreis in Höhe von € 6,50 je Aktie der ABYHSE.

Danach hielt die Zalando SE bis zum 30. September 2024 keine Aktien der ABYHSE. Nach dem 30. September 2024 wurden insgesamt 11.844.373 Aktien der ABYHSE entsprechend der Anlage 2 der Angebotsunterlage im Zeitraum vom 11. Dezember 2024 bis zum 10. Januar 2025 zu einem höchsten Kaufpreis in Höhe von € 6,49 je Aktie erworben (sog. „Vorerwerbe“ gem. Angebotsunterlage).

Ausweislich der Pflichtveröffentlichungen im Zusammenhang mit dem freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der Zalando SE an die Aktionäre der ABYHSE erfolgten keine weiteren Vorerwerbe bis zum Ablauf der Frist bzw. weiteren Frist für die Annahme des Übernahmeangebots am 17. Februar 2025 bzw. 6. März 2025.¹⁵ Bis zum Ablauf der weiteren Annahmefrist wurde das Übernahmeangebot für insgesamt 38.278.603 Aktien der ABYHSE angenommen.

Am 11. Juli 2025 erwarb die Zalando SE insgesamt 108.756.705 Aktien der ABYHSE durch Vollzug der Aktienkaufverträge (s.o.) zu einem Kaufpreis in Höhe von € 6,50 je Aktie der ABYHSE.¹⁶

Die Zalando SE hat mit Einbringungsvertrag vom 6. August 2025 sämtliche von ihr gehaltenen 158.879.681 Aktien der ABYHSE auf die ABYxZAL übertragen und diese in deren freie Kapitalrücklage eingestellt. Eine Gegenleistung hierfür wurde nicht gewährt.

Vor dem Hintergrund der Rechtsprechung, der vorstehend aufgezeigten, in zeitlicher Nähe erfolgten Vorerwerbe und der in diesem Zusammenhang maximal gezahlten

¹⁵ Bekanntmachung gem. § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 bzw. Nr. 3 des WpÜG vom 20. Februar 2025 bzw. vom 11. März 2025, siehe unter: <https://the-perfect-fit.de/erwerbsangebot/pflichtveroeffentlichungen>, Abruf vom 18. Juli 2025.

¹⁶ Bekanntmachung gem. § 23 Abs. 2 des WpÜG vom 11. Juli 2025, siehe unter: <https://www.the-perfect-fit.de/erwerbsangebot/pflichtveroeffentlichungen>, Abruf vom 25. Juli 2025.

Kaufpreisen, sowie der Höhe der von der ABYxZAL festgelegten Barabfindung im Rahmen des umwandlungsrechtlichen Squeeze-Outs, vgl. Abschnitt 6. dieses Berichts, ist den Vorerwerbspreisen im Hinblick auf die Bemessung der Barabfindung keine Relevanz beizulegen.

3.3. Berücksichtigung des Börsenkurses

Sofern für Unternehmensanteile Börsenkurse vorliegen, sind diese nach IDW S 1 zur Plausibilitätsbeurteilung des nach Ertragswert- oder Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelten Unternehmenswertes heranzuziehen. Hierbei sind besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenkursbildung ausgewirkt haben, sorgfältig zu analysieren und darzustellen.¹⁷

Die Aktien der ABYHSE sind zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) und der elektronischen Handelsplattform XETRA zugelassen (ISIN: DE000A3CNK42). Darüber hinaus werden die Aktien im Freiverkehr der Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München und Stuttgart sowie an der Tradegate Exchange in Berlin gehandelt.

Nach der Entscheidung des BVerfG hat der abzufindende Minderheitsaktionär Anspruch auf eine „volle“ Entschädigung für den Verlust seiner gesellschaftsrechtlichen Beteiligung an der Aktiengesellschaft; die Entschädigung soll den „wirklichen“ oder „wahren“ Wert der Unternehmensbeteiligung abbilden. Die von Art. 14 Abs. 1 GG geforderte „volle“ Entschädigung darf jedenfalls nicht unter dem Verkehrswert liegen. Dieser kann bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden.¹⁸

Der Wert der Unternehmensbeteiligung kann nach höchstrichterlicher Rechtsprechung grundsätzlich sowohl unmittelbar, etwa durch Rückgriff auf den Börsenwert der Anteile, als auch mittelbar als quotaler Anteil an dem durch eine geeignete Methode, etwa der Ertragswertmethode, ermittelten Unternehmenswert, bestimmt werden. Die eine oder andere Methode scheidet nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falles nicht geeignet ist, den „wahren“ Wert abzubilden.¹⁹

Der Börsenkurs eines Unternehmens kann, wie der BGH in zwei jüngeren Beschlüssen bestätigte, unter bestimmten Voraussetzungen grundsätzlich eine geeignete Methode

¹⁷ IDW S 1, Tz. 15.

¹⁸ BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566 ff.

¹⁹ BGH v. 15. September 2020, II ZB 6/20, und v. 12. Januar 2016, II ZB 25/14.

zur Schätzung des Unternehmenswerts und des Werts der Beteiligung des außenstehenden Aktionärs im Rahmen des § 305 AktG darstellen.²⁰

Darüber hinaus muss die Abfindung so bemessen sein, dass die außenstehenden Aktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme erhalten hätten. Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zu berücksichtigen, bedeutet hingegen nicht, dass der Börsenkurs allein maßgeblich sein muss. Eine Unterschreitung des Börsenkurses kommt dann in Betracht, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie nicht widerspiegelt.²¹

Der Bewertungsgutachter hat vor diesem Hintergrund zutreffend die methodische Relevanz und die konkrete Höhe des Börsenkurses als Grundlage einer angemessenen Barabfindung analysiert und ermittelt.

Der FAUB des IDW hat den Entwurf eines Standards zur „Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW ES 17)“ mit Stand vom 14. Mai 2025 veröffentlicht. Der IDW ES 17 legt die Auffassung des IDW dar, unter welchen Voraussetzungen aus beobachtbaren Börsenkursen auf eine angemessene Kompensation geschlossen werden kann und welche Beurteilungshandlungen der Wirtschaftsprüfer zur Beurteilung des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert vorzunehmen hat.²² Die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung im Rahmen eines umwandlungsrechtlichen Squeeze-Outs ist eine Angemessenheitsprüfung i.S. des IDW ES 17.²³ Da es bisher keine Verlautbarungen des FAUB zur Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen gibt, hat der FAUB die Anwendung des IDW ES 17 vor dessen finaler Fassung empfohlen.

Wir haben eigenständige Analysen zum Börsenkurs durchgeführt und verweisen hierzu auf Abschnitt 4.8. dieses Berichts.

3.4. Angemessenheit der Bewertungsmethode

Die vorstehenden Bewertungsgrundsätze und -methoden gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des IDW gefunden. Sie werden auch von der

²⁰ BGH v. 21. Februar 2023, II ZB 12/21, BGH v. 31. Januar 2024, II ZB 5/22.

²¹ BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566 ff.

²² IDW ES 17, Tz. 6.

²³ IDW ES 17, Tz. 12.

Rechtsprechung grundsätzlich anerkannt, wobei die Eignung des Börsenkurses als Bewertungsmethode aufgrund der Umstände des konkreten Falles zu beurteilen ist.

Der Bewertungsgutachter ermittelt einen objektivierten Unternehmenswert u.a. nach IDW S 1 unter Anwendung des Ertragswertverfahrens in einer Betrachtung nach persönlichen Steuern und unter Einbezug von Sonderwerten und nicht betriebsnotwendigem Vermögen.

Darüber hinaus führt er Multiplikatoranalysen durch, über die u.a. das Ergebnis des Ertragswertverfahrens plausibilisiert wird.

Der Bewertungsgutachter analysiert die Relevanz des Börsenkurses als Wertuntergrenze einer angemessenen Barabfindung und führt vor dem Hintergrund der jüngeren Rechtsprechung des BGH eine Analyse des Börsenkurses auf die methodische Eignung zur Bestimmung des „wahren“ Werts der Anteile der ABYHSE durch.

Im Ergebnis wurde für die Ermittlung der Barabfindung der relevante Börsenkurs der ABYHSE herangezogen und zusätzlich eine Ertragswertermittlung unter Einbezug von Sonderwerten und nicht betriebsnotwendigem Vermögen sowie eine Plausibilisierung anhand kapitalmarktgestützter Multiplikatoren durchgeführt.

Nach dem Ergebnis unserer Prüfung ist die Anwendung der Methoden zur Ermittlung der Höhe der Barabfindung angemessen.

Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung verweisen wir auf den nachfolgenden Abschnitt.

4. Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung im Einzelnen

4.1. Bewertungsobjekt

4.1.1. Rechtliche Grundlagen

ABYHSE ist eine Europäische Gesellschaft (Societas Europaea) nach dem Recht der Europäischen Union und der Bundesrepublik Deutschland mit Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 170972.

Das Geschäftsjahr von ABYHSE läuft jeweils vom 1. März eines Jahres bis zum letzten Tag des Monats Februar des darauffolgenden Jahres.

Satzungsmäßiger Unternehmensgegenstand von ABYHSE ist der An- und Verkauf von Waren und Dienstleistungen über das Internet und den stationären Handel sowie sonstige Tätigkeiten im Bereich des E-Commerce sowie alle damit in Verbindung stehenden Geschäfte, ferner/insbesondere die Ausübung der Holdingfunktion für Unternehmen, die im vorgenannten Geschäftsbereich tätig sind.

Gemäß § 4 Abs. 1 und 2 der Satzung der ABYHSE beträgt das Grundkapital der ABYHSE € 175.470.407,00 und ist in 175.470.407 auf den Inhaber lautende Stammaktien ohne Nennbetrag (Stückaktien) mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils € 1,00 eingeteilt.

Aktuell hält die ABYHSE ausweislich einer Depotbestätigung der Deutsche Bank AG 1.730.325 eigene Aktien.

4.1.2. Abgrenzung des Bewertungsobjekts

Bewertungsobjekt ist die ABOUT YOU Holding SE einschließlich ihrer Tochterunternehmen und Beteiligungen.

Die ABYHSE war zum 28. Februar 2025 und ist auskunftsgemäß bis zum Abschluss unserer Prüfung an der ABOUT YOU Verwaltungs SE, Hamburg (im Folgenden auch „ABYVerSE“ genannt), unmittelbar zu 100 % beteiligt.

An den folgenden Gesellschaften besteht eine mittelbare 100 %-Beteiligung über die ABYVerSE:

- ABOUT YOU SE & Co. KG, Hamburg (im Folgenden auch „ABYKG“ genannt)
- ABOUT YOU Beteiligungs GmbH, Hamburg

- Adference GmbH, Lüneburg (im Folgenden auch „Adference“ genannt)
- SCAYLE GmbH, Hamburg
- SCAYLE Payments GmbH, Hamburg (im Folgenden auch „SCAYLE Pay“ genannt)
- SCAYLE Inc., New York/USA

Die vorstehenden Tochtergesellschaften werden im Wege der Vollkonsolidierung in den Konzernabschluss der ABYHSE einbezogen.

Der Konzernabschluss wird gemäß den internationalen Rechnungslegungsvorschriften IFRS (International Reporting Standards), wie sie vom International Accounting Standards Board (IASB) veröffentlicht werden und den ergänzend nach § 315e Abs. 1 HGB anzuwendenden handelsrechtlichen Vorschriften aufgestellt.

In den Konzernabschluss werden zudem die mittelbaren Beteiligungen der ABYHSE an der LeGer GmbH, Berlin, und der Guido Maria Kretschmer Ajour GmbH, Hamburg (im Folgenden auch „GMK“ genannt), At-Equity einbezogen.

Weitere fünf mittelbare Beteiligungen werden im Konzernabschluss unter den Finanzanlagen ausgewiesen.

4.1.3. Wirtschaftliche Grundlagen

Wesentliche finanzielle Kennzahlen von ABOUT YOU ergeben sich ausweislich der Angaben in den Konzernabschlüssen der ABYHSE für die Geschäftsjahre 2022/23, 2023/24 und 2024/25 wie folgt:

ABOUT YOU: Wesentliche Kennzahlen in € Mio.	Ist 22/23	Ist 23/24	Ist 24/25
Umsatzerlöse	1.904,6	1.935,2	2.001,7
EBITDA	- 151,6	- 22,5	1,6
Jahresüberschuss	- 229,0	- 112,2	- 106,7
Bilanzielles Eigenkapital	366,6	267,3	177,6
Bilanzsumme	1.181,4	1.144,7	1.080,4
Mitarbeiterzahl	1.282	1.233	1.220

Ausweislich der Angaben der ABYHSE im Rahmen der Quartalsmitteilung zum Quartal 1 2025/26 ist ABOUT YOU eine international operierende E-Commerce-Gruppe und in verschiedene strategische Geschäftsfelder gegliedert:²⁴

- Der Online-Fashion-Store ABOUT YOU bildet das Business-to-Consumer-Geschäft („B2C“) ab. Mit über 12 Mio. aktiven Kunden ist ABOUT YOU einer der größten Onlinehändler für Fashion und Lifestyle in Europa und der führende Anbieter eines personalisierten Einkaufserlebnisses auf dem Smartphone. In der ABOUT YOU-App und auf aboutyou.com finden die Kunden ein Sortiment von rd. 750.000 Artikeln von nahezu 4.000 Marken.
- Das Business-to-Business-Geschäft („B2B“) von ABOUT YOU wird größtenteils durch die SCAYLE GmbH abgebildet. Die SCAYLE GmbH bietet ein modernes, cloud-basiertes Enterprise-Shop-System, welches Marken und Händlern ermöglicht, ihr Digitalgeschäft schnell und flexibel zu skalieren und an steigende Kundenbedürfnisse anzupassen. Bereits rd. 270 Online-Shops haben sich für die SCAYLE-Commerce-Technologie im Lizenzmodell entschieden, darunter führende Marken und Händler wie z.B. Harrods, Manchester United, Deichmann, Fielmann und der FC Bayern.
- Die SCAYLE Payments GmbH ergänzt das Angebot der ABOUT YOU im Bereich Zahlungsdienstleistungen im Online-Fashion-Store und hat im Oktober 2024 die Zahlungsdienstleistungserlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht erhalten.

Das Geschäft der ABOUT YOU war bis in das Geschäftsjahr 2024/2025 ausweislich der Angaben des zusammengefassten Lageberichts für das Geschäftsjahr 2024/25 in die drei Segmente ABOUT YOU Deutschland, Österreich und Schweiz („ABOUT YOU DACH“), ABOUT YOU Rest of Europe („ABOUT YOU RoE“) und Tech, Media und Enabling („TME“) unterteilt:

- Das Segment ABOUT YOU DACH umfasste die Online-Stores der ABOUT YOU in Deutschland, Österreich und der Schweiz, die das Kernsegment des Commerce-Geschäfts bilden. Deutschland ist die Heimatregion des ABOUT YOU-Konzerns.
- Das Segment ABOUT YOU RoE umfasste die Online-Stores der ABOUT YOU in den anderen europäischen Ländern. ABOUT YOU RoE bildete damit neben dem Kernsegment ABOUT YOU DACH das zweite Segment des Commerce-

²⁴ <https://ir.aboutyou.de/German/investor-relations/finanznachrichten/news-details/2025/EQS-News-ABOUT-YOU-Holding-SE-ber-2-Milliarden-Euro-Umsatz--ABOUT-YOU-verzeichnet-Rekordjahr-mit-Wachstum-in-allen-Segmenten/default.aspx>, Abruf vom 24. Juli 2025.

Geschäfts. ABOUT YOU ist in allen wesentlichen Märkten in Kontinentaleuropa aktiv.

- Das Segment TME umfasste im Kern drei Dienstleistungsgeschäfte: Die Software as a Service („SaaS“)-Lösung SCAYLE Commerce Engine (Tech), Brand und Advertising Solutions (Media) und 360°-Services entlang der E-Commerce-Wertschöpfungskette von ABOUT YOU sowie weitere umsatzgenerierende Dienstleistungen und Geschäftsfelder (Enabling). Das Segment TME umfasste damit das B2B-Geschäft des ABOUT YOU-Konzerns.

Mit Beginn des Geschäftsjahrs 2025/2026 wurde die Segmentberichterstattung geändert. Die bisherigen Segmente ABOUT YOU DACH, ABOUT YOU RoE und TME werden zukünftig durch die Segmente Commerce und SCAYLE ersetzt. Commerce umfasst die ABOUT YOU-Stores und die damit verbundenen Geschäftsmodelle, während SCAYLE der im Geschäftsjahr 2023/2024 ausgegliederten Einheit SCAYLE GmbH entspricht.

Im **Segment Commerce** werden Umsätze in den regionalen bzw. länderspezifischen Online-Shops generiert. Relevante Orientierungsgröße für den Erfolg des Segments ist das Nettoverkaufsvolumen („NMV“ = Net Merchandise Volume), welches angibt, zu welchem Nettowert, nach Berücksichtigung von Retouren, Waren auf der ABOUT YOU-Plattform verkauft wurden.²⁵ Dies betrifft sowohl den Handel mit eigenen Beständen wie auch über sogenannte Partnermodelle. Die eigenen Bestände umfassen sowohl die Eigenmarken ABOUT YOU und EDITED und Marken in Zusammenarbeit mit Influencern als auch Fremdmarken. Die Produkte der Partnermodelle werden über die ABOUT YOU-Plattform als Marktplatzmodell angeboten. Die Partnermodelle wurden bisher mit ABOUT YOU als Prinzipal durchgeführt, zukünftig wird ABOUT YOU im Marktplatzmodell auch als Agent auftreten. Dies bedeutet eine Veränderung in der Erfassung der Umsatzerlöse sowie des Materialaufwands. Als Prinzipal hat ABOUT YOU in der Vergangenheit die verkauften Waren der Partner als Umsatzerlöse gebucht sowie den Wareneinsatz als Materialaufwand. Im Agenten-Modell erfolgt nur noch die Buchung der Provisionserlöse im Umsatz von ABOUT YOU. Darüber hinaus werden im Segment Commerce zukünftig die Media-Erlöse abgebildet. Dabei handelt es sich um B2B-Umsätze im Bereich Marketing und Werbedienstleistungen. Die Dienstleistungen im Segment Commerce werden zukünftig um die Leistungen von SCAYLE Pay als Zahlungsdienstleister erweitert, um das Marktplatzmodell für die Kunden attraktiver zu machen.

Die ABOUT YOU-Plattform richtet sich in erster Linie an die Generation Y (Millennials) und Z – also die Generationen der 16- bis 40-jährigen, die eine hohe digitale Kompetenz

²⁵ Das NMV entspricht dem in den Geschäftsberichten von ABOUT YOU ausgewiesenen GMV (Gross Merchandise Volume) abzüglich der Mehrwertsteuer.

und Social-Media-Affinität aufweisen. Insoweit liegt der Fokus bei ABOUT YOU auf Influencer-Marketing in den Sozialen Medien und dem Vertrieb über App-Shopping auf mobilen Endgeräten.

Im **Segment SCAYLE** zielt ABOUT YOU auf B2B-Kunden, die keine eigene IT-Infrastruktur für ihren Vertrieb aufbauen wollen, sondern skalierbare modulare Software-Lösungen suchen. Das Segment SCAYLE akquiriert dabei nicht nur Kunden aus dem Fashion-Bereich, sondern sucht die Erweiterung der Kundenbasis in andere Bereiche, wie Lebensmittel, Lifestyle oder weitere sog. Fast Moving Consumer Goods („FMCG“).

Im Segment SCAYLE werden sowohl die Erlöse aus den Lizenzen für die Software-as-a-Service wie auch aus Service-Leistungen, wie der Implementierung der Software beim Kunden, erzielt. Die Software-Lösung profitiert von den Erfahrungen mit der ABOUT YOU-Plattform und soll in der Zukunft weiter ausgerollt werden, insbesondere in den Vereinigten Staaten von Amerika, wo für diesen Zweck eine eigene Gesellschaft gegründet wurde, sowie dem Vereinigten Königreich von Großbritannien. Das Geschäftsmodell ist von langen vertraglichen Laufzeiten – in der Regel fünf Jahren – geprägt, da der Implementierungsaufwand für die Kunden hoch ist. Insofern ist ein Unternehmen, dass sich für eine andere Softwarelösung entschieden hat, regelmäßig als Kunde für weitere fünf Jahre nicht auf dem Markt verfügbar.

4.1.4. Steuerliche Grundlagen

Die ABYHSE wird beim Finanzamt Hamburg unter der Steuernummer 27/240/02458 geführt.

Es besteht eine steuerliche Organschaft zwischen der ABYVerSE, der SCAYLE GmbH, der ABYKG sowie der Adference.

Die ABYHSE verfügte zum 28. Februar 2025 über gewerbesteuerliche Verlustvorträge in Höhe von € 71,0 Mio. und körperschaftsteuerliche Verlustvorträge in Höhe von € 72,6 Mio. Im Zuge der Übernahme durch die Zalando SE entfallen diese Verlustvorträge gemäß § 8c KStG.

Weitere steuerliche Verlustvorträge bestanden zum 28. Februar 2025 bei der ABYVerSE in Höhe von € 890,2 Mio. für die Gewerbesteuer und € 899,6 Mio. für die Körperschaftsteuer sowie bei der SCAYLE Pay in Höhe von € 0,9 Mio. für die Gewerbesteuer und in Höhe von € 0,8 Mio. für die Körperschaftsteuer.

Das steuerliche Einlagekonto der ABYHSE belief sich zum 28. Februar 2025 auf € 1.169,2 Mio.

4.2. Bewertungsstichtag

Nach § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 1 S. 1 AktG ist maßgeblicher Bewertungsstichtag der Tag der Hauptversammlung der ABYHSE, auf der der Beschluss zur Übertragung der Aktien gefasst werden soll. Die Hauptversammlung der ABYHSE ist für den 22. September 2025 vorgesehen.

Als technischer Bewertungsstichtag wurde vom Bewertungsgutachter bei der Ermittlung des Ertragswerts der 28. Februar 2025 gewählt. Dementsprechend wurden die geplanten finanziellen Überschüsse zunächst auf diesen Tag abgezinst und anschließend auf den 22. September 2025 mit dem maßgeblichen Diskontierungszinssatz aufgezinst.

Diese Vorgehensweise ist unseres Erachtens sachgerecht.

4.3. Markt- und Wettbewerbsumfeld

4.3.1. Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die Einschätzung der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung und die Prognose wichtiger wirtschaftlicher Kennziffern wie das Bruttoinlandsprodukt und die Entwicklung der Verbraucherpreise erfolgen regelmäßig durch eine Vielzahl öffentlicher und privater Institutionen auf nationaler und internationaler Ebene.

Zu nennen sind hier beispielhaft der Internationale Währungsfonds (International Monetary Fund, im Folgenden auch „IMF“ genannt), die Europäische Zentralbank, die Deutsche Bundesbank, nationale und internationale Wirtschaftsforschungsinstitute, aber auch die großen Privatbanken.

Da der für ABOUT YOU relevante Markt in der sog. DACH-Region, dem EU-Raum und UK sowie – perspektivisch – den USA liegt, beschränken sich die nachfolgenden Ausführungen auf die Darstellung der wirtschaftlichen Entwicklung dieser Regionen.

Die jährliche Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts (im Folgenden auch „BIP“ genannt) und der Inflationsrate gemessen am Verbraucherpreisindex stellt sich wie folgt dar:

ABOUT YOU: Bruttoinlandsprodukt (real) Wachstum in %	Ist 2021	Ist 2022	Ist 2023	Ist 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030
Deutschland	3,7	1,4	- 0,3	- 0,2	0,1	0,9	1,5	1,2	1,0	0,7
Österreich	4,8	5,3	- 1,0	- 1,2	- 0,3	0,8	1,6	1,2	1,1	0,9
Schweiz	5,6	3,1	0,7	1,3	0,9	1,6	1,2	1,8	1,2	1,8
Europäische Union	6,4	3,7	0,6	1,1	1,3	1,4	1,6	1,6	1,5	1,4
UK	8,6	4,8	0,4	1,1	1,2	1,4	1,5	1,5	1,4	1,4
USA	6,1	2,5	2,9	2,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1

ABOUT YOU: Inflation Wachstum in %	Ist 2021	Ist 2022	Ist 2023	Ist 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030
Deutschland	3,2	8,7	6,0	2,5	2,1	1,9	2,1	2,2	2,2	2,2
Österreich	2,8	8,6	7,7	2,9	3,2	1,7	2,2	2,1	2,1	2,1
Schweiz	0,6	2,8	2,1	1,1	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Europäische Union	2,9	9,3	6,3	2,6	2,4	2,1	2,2	2,1	2,1	2,1
UK	2,6	9,1	7,3	2,5	3,1	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0
USA	4,7	8,0	4,1	3,0	3,0	2,5	2,1	2,2	2,2	2,2

Quelle: IMF, World Economic Outlook, April sowie Update Juli 2025.

Die nach der COVID-19-Pandemie einsetzende wirtschaftliche Erholung in der DACH-Region sowie der Europäischen Union wurde durch den Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine und den damit einhergehenden Folgen für die Wirtschaft, insbesondere hinsichtlich zunehmender Lieferkettenprobleme und der Energiepreisentwicklung, die gleichermaßen Wirtschaft und private Haushalte belastete, ausgebremst.

Insgesamt war eine starke Steigerung des Verbraucherpreisindex zu verzeichnen. Ab Juli 2022 leitete die Europäische Zentralbank als Reaktion auf diese Entwicklung in historisch nie dagewesener Abfolge Zinsschritte zur Eindämmung der Inflation ein. Diese Maßnahmen führten jedoch erst mit deutlicher Zeitverzögerung im Verlauf des Jahres 2023 bzw. bis heute zu einem Rückgang der Inflation. Das Jahr 2023 zeigte vor dem Hintergrund dieser Rahmenbedingungen daher sowohl in Deutschland als auch in Österreich einen Rückgang des BIP.²⁶

Im Jahresverlauf 2024 folgte in **Deutschland** zunächst eine langsame Erholung von der Rezession. Das Geschäfts- und Konsumklima befand sich trotz eines grundsätzlichen Aufwärtstrends allerdings weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Zudem wurde die konjunkturelle Erholung zunehmend durch strukturelle Hindernisse eingeschränkt. Vor diesem Hintergrund ergab sich auf Gesamtjahressicht auch im Jahr 2024 ein leichter Rückgang des BIP.²⁷

Einhergehend mit einem spürbaren Anstieg der Wirtschaftsleistung zu Beginn des Jahres 2025 hat sich die Stimmung der Unternehmen leicht verbessert. Dennoch bleibt die gesamtwirtschaftliche Dynamik verhalten. Belastend wirken insbesondere die verschärfte US-Handelspolitik sowie temporäre Produktionseinbußen durch vorgezogene Lieferungen in die Vereinigten Staaten und die allgemein aus den politischen Rahmenbedingungen resultierende Unsicherheit aus.²⁸

Im Jahresverlauf 2026 dürfte sich das Expansionstempo spürbar erhöhen. Maßgeblich hierfür sind die erweiterten finanzpolitischen Spielräume der neuen Bundesregierung, deren Impulse voraussichtlich eine positive Wirkung auf das Wirtschaftswachstum entfalten werden. Eine aktualisierte Prognose des IfW geht von einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 0,3 % im laufenden Jahr 2025 (zuvor: 0,0 %) und um 1,6 % im Jahr 2026 (zuvor: 1,5 %) aus. Dabei wird unterstellt, dass die expansive Fiskalpolitik das Wachstum im Jahr 2026 um rund 0,8 Prozentpunkte stärkt, während die US-Zölle über beide Jahre hinweg eine dämpfende Wirkung von insgesamt 0,3 Prozentpunkten entfalten.²⁹ Der IMF erwartet laut aktueller Prognose für 2025 hingegen einen marginalen Anstieg des BIP von 0,1 %; für 2026 wird ein Wachstum von 0,9 % prognostiziert.³⁰

Die Inflation hat sich in Deutschland im Jahr 2024 zwar deutlich abgeschwächt, wird aber nach Einschätzung des IfW im laufenden Jahr 2025 mit rd. 2,2 % weiterhin noch leicht

²⁶ Vgl. IMF, World Economic Outlook, April 2025.

²⁷ Vgl. IMF, World Economic Outlook, April 2025.

²⁸ Vgl. IfW, Deutsche Wirtschaft im Sommer 2025: Talsohle erreicht, Erholungssignale verdichten sich, 2025 Q2.

²⁹ Vgl. IfW, Deutsche Wirtschaft im Sommer 2025: Talsohle erreicht, Erholungssignale verdichten sich, 2025 Q2.

³⁰ Vgl. IMF, World Economic Outlook, Update Juli 2025.

oberhalb des Zielwerts der Europäischen Zentralbank (EZB) von etwa 2,0 % liegen. Im Folgejahr 2026 erwartet das IfW, dass sich die Inflation auf ein Niveau von 1,6% senkt.³¹

Im Juni 2025 zeigte sich vor dem Hintergrund dieser Rahmendaten die Verbraucherstimmung in Deutschland uneinheitlich. Während sich die Konjunktur- und Einkommenserwartungen weiter verbesserten, blieb die Anschaffungsneigung nahezu unverändert. Gleichzeitig nahm die Sparneigung spürbar zu, was die Konsumdynamik bremste. Der GfK-Konsumklimaindikator wurde für Juli 2025 leicht rückläufig erwartet.³²

Besonders der Anstieg des Sparindicators auf den höchsten Stand seit über einem Jahr signalisiert anhaltende Verunsicherung in der Bevölkerung. Trotz realer Kaufkraftgewinne durch wieder moderatere Inflation und relativ gute Tarifabschlüsse blieb die Ausgabenbereitschaft verhalten.³³

Die aktuellen Konjunkturerwartungen spiegeln einen wachsenden Optimismus mit Blick auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung wider, gestützt durch staatliche Impulse in den Bereichen Infrastruktur und Verteidigung.³⁴

Die Entwicklung in **Österreich** war grundsätzlich mit der in Deutschland vergleichbar. Die Konjunktur kühlte sich seit Jahresmitte 2022 deutlich ab. Das Nachlassen der internationalen Nachfrage und hohe Energiepreissteigerungen dämpften die Industrieproduktion, während die allgemeine Teuerung die Realeinkommen der privaten Haushalte schmälerte und die Konsumnachfrage belastete. Diese Entwicklungen führten 2023 zu einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um 0,8 %.³⁵

Nach zwei Jahren rezessiver Entwicklung wird für die österreichische Volkswirtschaft im Jahr 2025 eine Stagnation der Wirtschaftsleistung erwartet. Erst im Jahr 2026 rechnet das Österreichische Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO) mit einer moderaten Erholung: Das Bruttoinlandsprodukt soll um 1,2 % zulegen. Diese Entwicklung dürfte sowohl durch eine anziehende Weltkonjunktur als auch durch eine stärkere Inlandsnachfrage getragen werden.³⁶

³¹ Vgl. IfW, Deutsche Wirtschaft im Sommer 2025: Talsohle erreicht, Erholungssignale verdichten sich, 2025 Q2.

³² Vgl. GfK Konsumklima Juni 2025.

³³ Vgl. GfK Konsumklima Juni 2025.

³⁴ Vgl. GfK Konsumklima Juni 2025.

³⁵ Vgl. WIFO, Konjunkturprognose 2/2024, S. 4.

³⁶ Vgl. WIFO, Konjunkturprognose 06/2025.

Die Inflation schwächte sich in Österreich im Zeitablauf grundsätzlich vergleichbar zur Entwicklung in Deutschland seit 2023 wieder deutlich ab. Die prognostizierte Entwicklung ist nahezu identisch zu Deutschland.

Die Wirtschaft der **Schweiz** war im Vergleich zu Deutschland und Österreich weniger von den Folgen der COVID-19-Pandemie und dem Angriffskrieg Russlands geprägt und zeigte zu Beginn des Jahres 2024 ein moderates Wachstum. Während der Dienstleistungssektor zulegte, stagnierte demgegenüber der Industriesektor. Zudem wuchs der private Konsum weiter, gestützt insbesondere durch die weiterhin gute Lage am Arbeitsmarkt.³⁷

Die gängigen Konjunkturindikatoren für die Schweiz haben sich in den vergangenen Monaten vielfach stabilisiert und deuten darauf hin, dass der konjunkturelle Tiefpunkt überschritten wurde. Die Konsumentenstimmung stagniert seit mehreren Monaten, sie liegt aber deutlich über dem Tief des Herbsts 2023. Das Schweizer Staatssekretariat für Wirtschaft meldete für das Jahr 2024 ein Wachstum des BIP von 0,9 %.³⁸ Die Expertengruppe des Bundes hat ihre Konjunkturprognose für die Schweiz leicht nach unten korrigiert. Für 2025 wird ein BIP-Wachstum von 1,3 % erwartet, für 2026 von 1,2 % (bisher: 1,4 % bzw. 1,6 %). Damit bleibt die Wirtschaft in beiden Jahren klar unter dem langjährigen Durchschnitt.³⁹ Auch die Schweiz ist von der aktuellen politischen Situation und der unvorhersehbaren Zollstrategie der USA als wichtigsten Handelspartners der Eidgenossenschaft belastet.

Im Jahr 2024 setzte in der **Europäischen Union** (im Folgenden auch „EU“ oder „EU27“) eine langsame Erholung von der Rezession ein. Die Konjunktur im Euro-Raum erwies sich im Frühjahr 2025 trotz internationaler Unsicherheiten als relativ stabil. Die wirtschaftliche Stimmung unter Unternehmen und privaten Haushalten verbesserte sich leicht, was auf eine vorsichtige Zuversicht hinweist. Gleichwohl stellen die angekündigten US-Zölle ein erhebliches Risikopotenzial dar, insbesondere für exportorientierte Industrien. Insgesamt wird für den Euro-Raum im Prognosezeitraum eine moderate, aber breit abgestützte wirtschaftliche Erholung erwartet – getragen von der Inlandsnachfrage, günstigeren Finanzierungsbedingungen und einer sich stabilisierenden Verbraucherlaune.⁴⁰

³⁷ Vgl. SECO, Konjunkturprognose, Pressemitteilung vom 17. Juni 2024, S. 16-17.

³⁸ Vgl. SECO, Konjunkturprognose, Pressemitteilung vom 17. Juni 2024, S. 16-17.

³⁹ Vgl. SECO, Konjunkturprognose, 06/2025.

⁴⁰ Vgl. WIFO, Konjunkturprognose 06/2025.

Die Prognose für das Wirtschaftswachstum für das Jahr 2025 liegt lt. IMF für die Europäische Union bei 1,3 %, für 2026 wird ein ähnliches Niveau von rd. 1,4 % erwartet.⁴¹

Im **Vereinigten Königreich** wird perspektivisch von vergleichbaren Entwicklungen in Bezug auf das BIP und die Verbraucherpreisentwicklung wie in der EU ausgegangen. Langfristig ist eine Annäherung der Inflation auf ein Niveau von rd. 2,0% zu erwarten.⁴²

Im Jahr 2024 folgte in den **USA** zunächst eine langsame Erholung von der Rezession. Die wirtschaftliche Dynamik in den USA blieb im Frühjahr 2025 verhalten. Insbesondere das gestiegene Maß an wirtschaftspolitischer Unsicherheit, ausgelöst durch die Neujustierung der Handelspolitik, belastete das Investitionsklima. Während sich die Stimmung in der Industrie leicht aufhellte, ging das Verbrauchervertrauen spürbar zurück. Die private Konsumnachfrage wurde durch eine steigende Sparquote gedämpft, da Haushalte angesichts möglicher Preissteigerungen zurückhaltend agierten.⁴³

Für 2025 wird laut aktueller IMF-Prognose ein BIP-Wachstum von rd. 1,9 % erwartet, für 2026 eine ansteigende Rate von rd. 2,0 %.⁴⁴ Es wird erwartet, dass die US-Wirtschaft trotz der prognostizierten leichten Konjunkturabschwächungen eine Rezession vermeiden kann. Vor dem Hintergrund einer sich abkühlenden Inflationsdynamik wird mit schrittweisen Leitzinssenkungen durch die US-Notenbank ab Ende 2025 gerechnet, die das Wirtschaftswachstum grundsätzlich unterstützen könnten.⁴⁵

4.3.2. Branchenspezifisches Umfeld

In den Pandemie Jahren erlebte der **Online-Handel** einen deutlichen Wachstumsschub. Zwar setzte der Handel nach den pandemiebedingten Einschränkungen wieder verstärkt auf den stationären Vertrieb, doch gewinnen zunehmend hybride Modelle an Bedeutung. Traditionell neigten Einzelhändler dazu, ihre Verkaufskanäle ohne Verbindung zueinander zu organisieren oder sich nur auf ein Format – entweder stationär oder online – zu beschränken. In den vergangenen Jahren jedoch hat sich gezeigt, dass diese strikte Trennung den Bedürfnissen der Verbraucher immer weniger gerecht wird. Viele Kundinnen und Kunden möchten heute beispielsweise vorab prüfen, ob ein Produkt im Geschäft verfügbar ist, oder ausverkaufte Artikel bequem online bestellen und später vor Ort abholen.⁴⁶ Der Handel mit Mode hat sich schnell von einer einfachen Kombination aus

⁴¹ Vgl. IMF, World Economic Outlook, Update Juli 2025.

⁴² Vgl. IMF, World Economic Outlook, Update Juli 2025.

⁴³ Vgl. PIIE, US economy expected to stall as policy changes weigh on growth, April 2025; CBS News, MoneyWatch: IMF forecasts slower U.S. economic growth in 2025, pointing to escalating trade war, April 2025; IMF, World Economic Outlook, April 2025.

⁴⁴ Vgl. IMF, World Economic Outlook, Update Juli 2025.

⁴⁵ Vgl. WIFO, Konjunkturprognose 06/2025.

⁴⁶ Vgl. Statista, Market Insights Report, Apparel: market data analysis & forecast, November 2023, S. 45.

Online- und Offline-Geschäften zu einem integrierten Einkaufserlebnis entwickelt, das mobiles Einkaufen unterwegs, mit zusätzlichen Inhalten gefüllte Online-Shops und neue Ladenkonzepte vereint.⁴⁷

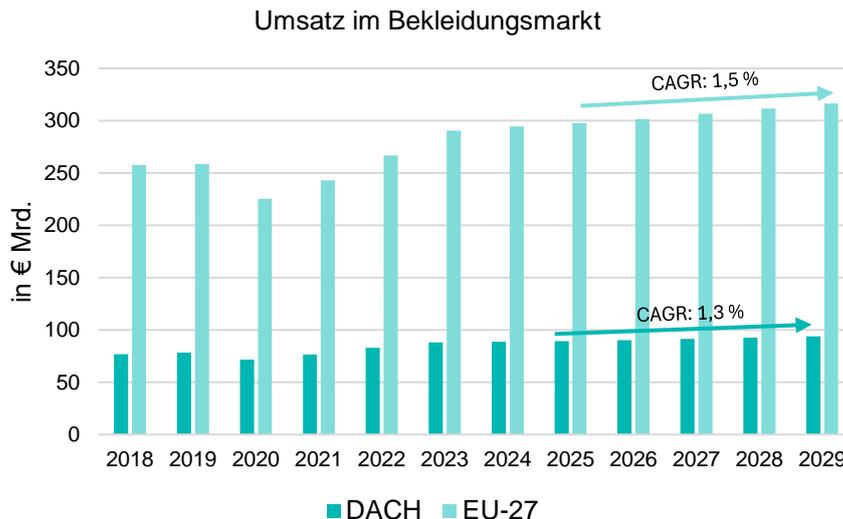
Der vom Handelsverband Deutschland – HDE e.V. und in dessen Auftrag dem IFH KÖLN (Institut für Handelsforschung), einem führenden Marktforschungs- und Beratungsunternehmen im Handelsumfeld, herausgegebene sog. HDE Online-Monitor 2025 verdeutlicht die zunehmende Bedeutung von sog. Marktplätzen im deutschen Onlinehandel. Die Reichweite, Sichtbarkeit und Kundenzugänge über große Plattformen wie Amazon Marketplace, Zalando, Otto oder ABOUT YOU führen dazu, dass sich immer mehr Anbieter für einen Marktplatzvertrieb entscheiden – entweder als primären oder ergänzenden Vertriebskanal. Der Trend zur **Marktplatznutzung** zeigt sich nicht nur bei großen Online-Pure-Playern⁴⁸, sondern zunehmend auch bei stationären Händlern und Herstellern, die den Zugang zum digitalen Markt über Drittplattformen suchen. Für Anbieter, die langfristig im digitalen Handel erfolgreich sein wollen, wird eine durchdachte Kanalstrategie mit klarer Positionierung auf Marktplätzen und im eigenen Shop zunehmend zur strategischen Notwendigkeit. Besonders auffällig ist dabei das starke Wachstum der sogenannten Anbieter mit „Online-DNA“, also Unternehmen, deren Geschäftsmodell von Beginn an auf den digitalen Vertrieb ausgerichtet ist. Diese Anbieter erzielten im Bereich Fashion & Accessoires im Jahr 2024 einen Anteil von rd. 58 % am gesamten Onlineumsatz der Branche.⁴⁹

⁴⁷ Vgl. Statista, Market Insights Report, Fashion E-Commerce: market data & analysis, August 2023, S. 5.

⁴⁸ Als Internet Pure Player (Synonyme: Pure Player, Online Pure Player, Pure Online Player) werden Unternehmen bezeichnet, die Produkte, Dienstleistungen und Services ausschließlich in der Form des Distanzhandels im Onlinevertrieb anbieten.

⁴⁹ Vgl. IFH Köln, HDE Online-Monitor 2025.

Die **Bekleidungsindustrie** musste im Zuge der Corona-Pandemie bedingt durch die weitgehende Schließung stationärer Geschäfte einen starken Umsatzrückgang hinnehmen:



Quelle: Statista, Market Insights Bekleidung, Dezember 2024.

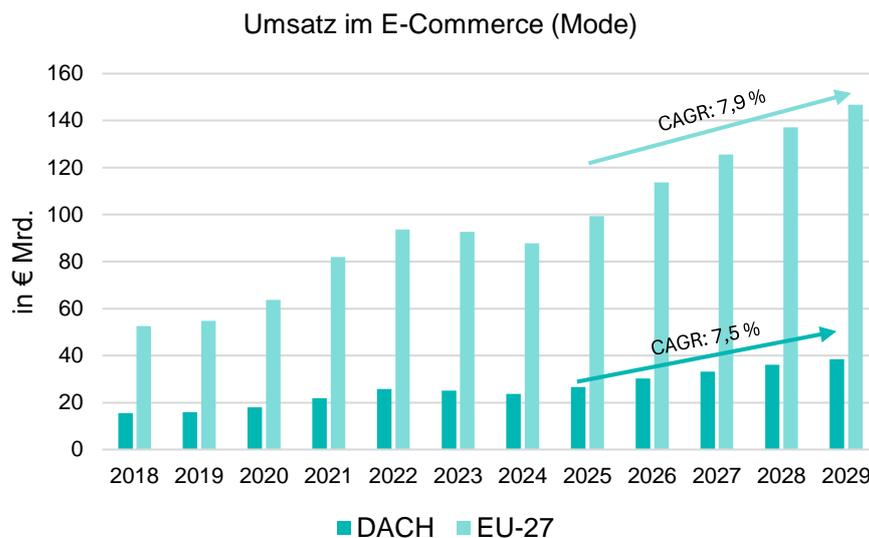
Nach einer deutlichen Erholung in den Folgejahren konnte bereits im Jahr 2022 das Umsatzniveau von 2019 mit rd. € 82,9 Mrd. in der DACH-Region wieder übertroffen werden. Seither steigen die Umsätze in der Bekleidungsbranche stetig. Ausgehend von einem Gesamtumsatz von rd. € 89,4 Mrd. im Jahr 2025 wird von Statista ein durchschnittliches jährliches Wachstum des Bekleidungsmarkts in der DACH-Region von rd. 1,3 % bis 2029 prognostiziert. Die Entwicklung in der EU verlief grundsätzlich parallel, jedoch auf einem absolut deutlich höheren Niveau. Ausgehend von einem Umsatzniveau von rd. € 297,6 Mrd. im Jahr 2025, wird ein jährliches durchschnittliches Wachstum von 1,5% bis 2029 erwartet.⁵⁰

Dabei soll der **Online-Anteil am Bekleidungsmarkt** in der DACH-Region sowie in der EU weiter deutlich wachsen. Trotz des leichten Rückgangs des Online-Bekleidungshandels nach dem Ende der COVID-19-Pandemie zeigt sich hier inzwischen wieder eine klare Aufwärtsdynamik; bis 2029 soll der Online-Anteil in der DACH-Region auf 29,1 % steigen ausgehend von 21,9 % im Jahr 2025. Auch in der EU-27 verlief die Entwicklung vergleichbar. Für 2025 wird ein Online-Anteil von 24,3 % prognostiziert, der bis zum Jahr

⁵⁰ Vgl. Statista, Market Insights, Bekleidung, Dezember 2024.

2029 weiter auf 31,9 % steigen soll.⁵¹ Insgesamt unterstreichen die Prognosen die zunehmende Relevanz des Online-Handels im Bekleidungssegment.

Der **E-Commerce-Mode-Markt** umfasst die Segmente Bekleidung, Schuhe und Accessoires und hat sich in den vergangenen Jahren dynamisch entwickelt:



Quelle: Statista; E-Commerce Mode; März 2024.

Besonders in den Pandemie Jahren 2020 und 2021 war ein starkes Wachstum in der EU sowie der DACH-Region zu beobachten. Nach einem leichten Rückgang in den Jahren 2022 und 2023 war seit dem Jahr 2024 erneut eine positive Entwicklung zu verzeichnen. Für das Jahr 2025 wird für die DACH-Region ein Umsatz von rd. € 30,3 Mrd. erwartet, der bis 2029 auf voraussichtlich rd. € 40,5 Mrd. ansteigen soll. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) für den Zeitraum 2025 bis 2029 läge dann bei rd. 7,5 %. Für die EU wird ein vergleichbares Wachstum von rd. 7,9 % jährlich im Durchschnitt prognostiziert; der Umsatz soll auf rd. € 154,4 Mrd. bis 2029 anwachsen.⁵²

Wesentlich zugenommen hat in diesem Zusammenhang die Nutzung von **mobilen Endgeräten** bei den Online-Bekleidungsshops; betrug deren Anteil im Jahr 2017 noch rd. 33,7 % wird er bis zum Jahr 2025 auf voraussichtlich rd. 44 % steigen und soll sich in den nächsten Jahren auf diesem Niveau stabilisieren.⁵³

⁵¹ Vgl. Statista, Market Insights, Bekleidung, Dezember 2024.

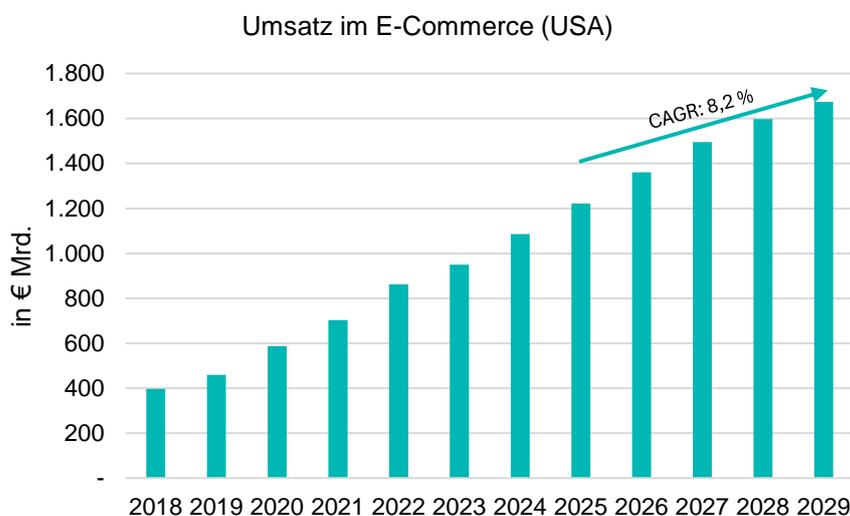
⁵² Vgl. Statista, Market Insights, Mode, März 2024.

⁵³ Vgl. Statista, Market Insights, E-Commerce, Bekleidung, September 2024.

Für den E-Commerce im Bereich Mode spielen Social-Media- und Influencer-Marketing eine zentrale Rolle. Mode ist ein visuell geprägtes Produktsegment, das stark von Trends, Ästhetik und persönlicher Identifikation lebt – Aspekte, die über Plattformen wie Instagram, TikTok oder Youtube ideal vermittelt werden.⁵⁴ Konsumenten entdecken neue „Fashion-Brands“ zunehmend über diese Kanäle, lassen sich inspirieren und treffen spontane Kaufentscheidungen direkt aus den Apps heraus.⁵⁵

Ein wachsender Teil dieser Käufe erfolgt inzwischen direkt über soziale Netzwerke (Social Commerce). Eine aktuelle Studie im Rahmen des „DHL 2025 E-Commerce Trends Report“ zeigt: Bereits 34 % der deutschen Onlinekäufer haben innerhalb von drei Monaten vor der Befragung ein Produkt über Instagram gekauft. Dahinter folgen Facebook (29 %), YouTube (28 %) und TikTok (25 %), das insbesondere bei der jüngeren Zielgruppe stark an Bedeutung gewinnt.⁵⁶ Diese Entwicklung unterstreicht die zunehmende Relevanz der sozialen Medien als direkten Vertriebskanal.

Der gesamte E-Commerce-Markt in den **USA** zeigt folgende Entwicklung:



Quelle: Statista, Market Insights, E-Commerce USA, Oktober 2024

Im Jahr 2017 lag das Umsatzvolumen noch bei rund € 380 Mrd.; bis zum Jahr 2025 wird ein Anstieg auf € 1.222 Mrd. erwartet. Dieser Aufwärtstrend soll sich bis 2029 fortsetzen, wobei eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von rd. 8,2 % prognostiziert wird.

⁵⁴ Vgl. influencer, The State Of Influencer Marketing In The Fashion Industry, September 2024, Abruf: 29.07.2025, <https://www.influencer.com/knowledge-hub/the-state-of-influencer-marketing-in-the-fashion-industry>.

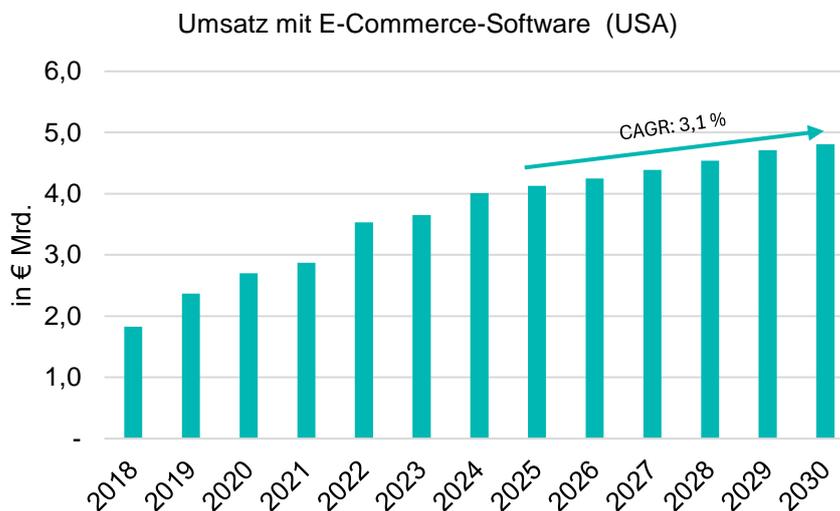
⁵⁵ Vgl. IFH Köln (2024): „E-Commerce-Markt Deutschland 2024“.

⁵⁶ Vgl. Statista / DHL group: Social Commerce: Instagram in Deutschland vorn, Juni 2025, Abruf: 24.07.2025, <https://group.dhl.com/de/presse/pressemitteilungen/2025/dhl-e-commerce-trends-report-2025.html>.

Die stärksten Wachstumsimpulse werden in den Bereichen Lebensmittel, Haushaltswaren und Tabakwaren erwartet. Die Modebranche soll sich weitgehend im Gleichklang mit dem Gesamtmarkt entwickeln.⁵⁷

In den vergangenen Monaten hat die unter Donald Trump eingesetzte US-Regierung mit Plänen zur Einführung neuer Zölle auf verschiedene Güter die Befürchtungen eines erheblichen negativen Einflusses u.a. auch auf den E-Commerce-Markt geweckt, die für eine erhöhte Unsicherheit hinsichtlich der prognostizierten Aufwärtsbewegung sorgt.⁵⁸

Der Markt für **E-Commerce-Software** in den USA verzeichnet seit mehreren Jahren ein dynamisches Wachstum:⁵⁹



Quelle: Statista, Market Insights, E-Commerce Software USA, April 2025

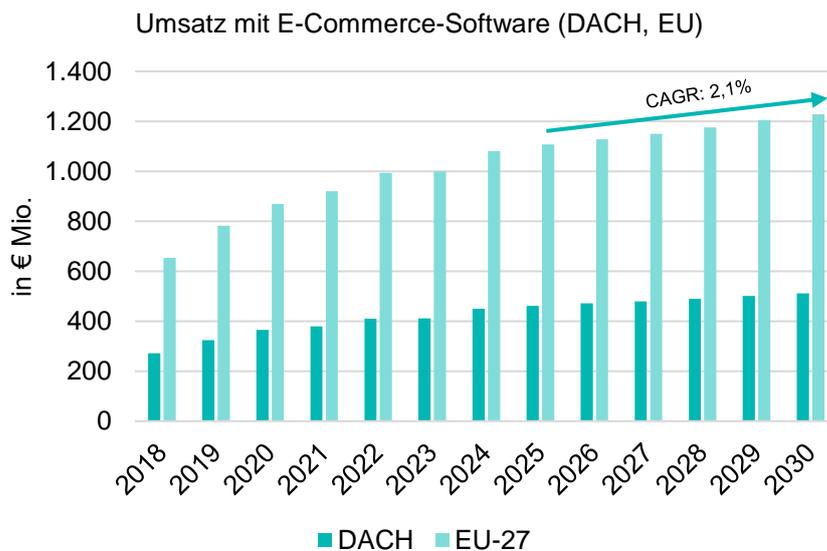
Seit dem Jahr 2018 wuchs das Segment mit jährlich im Durchschnitt rd. 14,0 % (CAGR) bis zum Jahr 2024. Getrieben wurde diese Entwicklung durch die steigende Nachfrage nach flexiblen, benutzerfreundlichen Lösungen zur effizienten Verwaltung und Optimierung digitaler Verkaufsprozesse. Im Vordergrund stehen Softwareangebote, die eine nahtlose Integration mit bestehenden Geschäftssystemen wie CRM- oder Lagerverwaltungslösungen ermöglichen. Benutzerfreundlichkeit, einfache Konfiguration sowie umfassende Analyse- und Reporting-Funktionen zählen dabei zu den zentralen Anforderungen der Nutzer. Der US-Markt weist gerade in diesem Segment eine hohe Wettbewerbsintensität auf. Der Markt ist also bereits gut gesättigt. Dies spiegelt sich auch in

⁵⁷ Vgl. Statista, Market Insights, E-Commerce USA, Oktober 2024.

⁵⁸ Vgl. Statista, Market Insights, E-Commerce USA, Mai 2025.

⁵⁹ Vgl. Statista, Market Insights, E-Commerce Software USA, April/Juni 2025.

den zukünftigen Wachstumsprognosen wider. Ab dem laufenden Jahr wird eine deutliche Senkung der Wachstumsrate erwartet. Diese soll sich bis zum Jahr 2030 auf lediglich 3,1% jährlich belaufen.⁶⁰



Quelle: Statista, Market Insights, E-Commerce Software DACH, EU, April 2025

Der E-Commerce-Software-Markt in der EU und dem DACH-Raum hat in den vergangenen Jahren eine grundsätzlich ähnliche Entwicklung, wie der Markt in den USA verzeichnet, jedoch auf einem deutlich niedrigeren Niveau. Die zukünftigen Wachstumsaussichten werden auch hier deutlich niedriger als die in den vergangenen Jahren eingeschätzt.⁶¹

4.3.3. Wettbewerbsumfeld

Das Wettbewerbsumfeld für ABOUT YOU umfasst im **Segment Commerce** im Wesentlichen Online-Händler im Bereich Vollsortiment und Bekleidung. Die größten in der DACH-Region und der EU tätigen Onlineshops stellen sich nach ausgewählten Branchen wie folgt dar:

⁶⁰ Vgl. Statista, Market Insights, E-Commerce Software USA, April 2025.

⁶¹ Vgl. Statista, Market Insights, E-Commerce Software EU-27 vs. DACH, April 2025.

Bekleidung	Elektronik artikel	Heim werken & Garten	Wohnen & Einrichten	Freizeit & Hobby
OTTO	amazon	amazon	IKEA	amazon
zalando	NBB	HORNELACH	OTTO	OTTO
amazon	McKell/Matt	OTTO	amazon	zalando
H&M	SATURN	C	home24	thomann
bonprix.	Apple	OBI		

Quelle: IFH Köln, HDE Online-Monitor 2024, S. 43.

Die Wettbewerbslandschaft der Modebranche ist grundsätzlich von erheblicher Heterogenität geprägt. Große internationale Unternehmen stehen mit Teilen des Geschäftsmodells mit kleineren lokalen Unternehmen, die sich auf Nischen spezialisiert haben, im Wettbewerb. Euromonitor erwartet vor diesem Hintergrund, dass in Deutschland weiterhin H&M und C&A die Wettbewerbslandschaft bei Bekleidung und Schuhen anführen werden, da ihre erschwinglichen Preise und ihr breites Produktsortiment ein breites Publikum anziehen. Hierbei werden die Eigenmarken ihr wertmäßiges Wachstum beibehalten, da die preisorientierten Verbraucher sich auch zunehmend mehr für die diesbezüglichen Angebote von Discountern und lokalen Anbietern interessieren.⁶²

Im europäischen E-Commerce-Markt für Mode treffen etablierte Plattformen wie Zalando oder die Second-Hand-Plattform Vinted auf stark expandierende internationale Akteure aus China wie Shein und Temu – ergänzt durch traditionelle Händler wie H&M und OTTO.

Zu den wichtigsten Wettbewerbern von ABOUT YOU im Segment Commerce zählen Zalando und die OTTO Group, wobei Zalando auch im B2B-Bereich vergleichbare Logistikdienstleistungen für andere Händler übernimmt.

Zalando konnte im Geschäftsjahr 2024 seine führende Position als Multi-Brand-Plattform in Europa behaupten, die Zahl der aktiven Kunden/Kundinnen wurde auf einen neuen Höchststand von 51,8 Millionen gesteigert, der Umsatz stieg gegenüber dem Vorjahr um rd. 4,2 % auf € 10,6 Mrd. Ziel des Konzerns ist es, das führende E-Commerce-Ökosystem für den europäischen Mode- und Lifestyle-Markt zu etablieren.⁶³ Ein

⁶² Vgl. Euromonitor International, Apparel and Footwear in Germany, December 2023, S. 2.

⁶³ Vgl. Zalando, Geschäftsbericht 2024, März 2025, Abruf: 21.07.2025, <https://corporate.zalando.com/de/investor-relations/geschaeftsbericht-2024>.

zentraler Bestandteil dieser Strategie sind Investitionen in strategische Wachstumsinitiativen wie die kontinuierliche Erweiterung des Kundenerlebnisses und unter anderem der Ausbau des europäischen Logistiknetzwerks, das sowohl das zukünftige Wachstum im Endkundengeschäft (B2C) als auch im Geschäftskundenbereich (B2B) unterstützen soll.⁶⁴

Die **OTTO Group** hat im Geschäftsjahr 2024/25 nach zwei relativ schwachen Jahren die operative Trendwende vollzogen. Trotz herausfordernder Rahmenbedingungen konnte der Konzern stabile Umsätze von knapp € 15 Mrd. erzielen und die Profitabilität deutlich steigern. Grundlage hierfür war eine klare Fokussierung auf Profitabilität, Liquidität und operative Effizienz. Besonders im Plattformsegment (u.a. OTTO, Witt) zeigte sich ein dynamisches Wachstum: Die Umsätze stiegen um rd. 4,7 % gegenüber dem Vorjahr, das Bruttowarenvolumen der OTTO-Plattform erhöhte sich um rd. 9 % auf über € 7 Mrd. Die Zahl aktiver Kunden wuchs um rd. 4 % auf 12,2 Millionen.⁶⁵

Die **H&M Group** betreibt weltweit über 4.200 Filialen und eröffnete 2024 insgesamt 88 neue Stores. Die Modernisierung des Filialnetzes sowie die Integration von Online- und Offline-Handel stehen im Fokus der Strategie. Investitionen von rd. SEK 11-12 Mrd. (ca. € 1,0-1,1 Mrd.) sind für 2025 vor allem für Filialen und die Lieferkette geplant. Der Online-Umsatz über die Plattform hm.com belief sich auf rd. US\$ 4,97 Mrd. (ca. € 4,6 Mrd.) und trug somit etwa 30 % zum Gesamtumsatz bei.⁶⁶

Ein wachsender Einfluss auf die Wettbewerbslandschaft ist durch das steigende Interesse der relevanten Kunden an Marktplätzen für **Second-Hand-Produkte** wahrzunehmen. Besonders beliebt sind Kleidung, kleine Haushaltsgeräte sowie Smartphones und Tablets. So haben 2024 über zwei Drittel der Verbraucher mindestens einmal gebrauchte Artikel online gekauft.⁶⁷ Die Plattform **Vinted**, betrieben von Vinted UAB aus Litauen, hat sich als führende Second-Hand-Plattform in Europa etabliert. Im Geschäftsjahr 2024 wuchs der Umsatz auf € 813,4 Mio. (+36 %) und der Nettogewinn sprang auf € 76,7 Mio. (+330 %). Die Plattform ist in vielen europäischen Märkten aktiv und investiert in Logistik (Vinted Go), Bezahlssysteme (Vinted Pay) sowie Luxusmode. Sie

⁶⁴ Vgl. Zalando, Zalando erwartet beschleunigtes Wachstum in 2025 dank erfolgreicher Umsetzung von Ökosystem-Strategie und nach einer starken Entwicklung im Vorjahr, März 2025, Abruf: 21.07.2025, <https://corporate.zalando.com/de/investor-relations/zalando-jahresergebnis-24>.

⁶⁵ Vgl. Otto Group, Financial Year 2024/25: Otto Group secures turnaround, Mai 2025, Abruf: 18.07.2025, https://www.ottogroup.com/en/medien/newsroom/meldungen/otto-group_2024_25_financial-year.

⁶⁶ Vgl. Hmgroup, H & M Hennes & Mauritz AB Full-year report 2024, Jan 2025, Abruf: 18.07.2025, <https://hmgroup.com/news/h-m-hennes-mauritz-ab-full-year-report-2024>.

⁶⁷ Vgl. retail news, Amazon Studie, Abruf: 30.07.2025, <https://retail-news.de/amazon-studie-second-hand-online-boom/>.

expandiert in Regionen wie Kroatien, Griechenland und Irland. Gerade Bereiche wie der Luxus-Second-Hand-Markt verzeichnen ein hohes Wachstum.⁶⁸

Die **chinesischen Anbieter** Shein und Temu expandieren rasant in Europa. Temu ist dabei insbesondere bei einer jungen Zielgruppe beliebt. Beide Plattformen wachsen mit Wachstumsraten über 60 %, getrieben durch aggressive Preisstrategien und hohe Markenpräsenz – wenngleich sie zunehmend auch Verbraucherkritik und regulatorischem Druck gegenüberstehen.⁶⁹

Die Plattform **ASOS**, betrieben von ASOS Plc., London/Vereinigtes Königreich, konnte im Geschäftsjahr 2024 trotz eines Rückgangs des Umsatzes seine strategische Transformation erfolgreich vorantreiben. Der adjustierte Umsatz betrug £ 2,896 Mrd., was einem Rückgang um rd. 16 % gegenüber dem Geschäftsjahr 2023 entsprach. Die Zahl aktiver Kunden sank auf etwa 19,6 Millionen, ebenfalls jedoch getrieben durch den gezielten Übergang zu profitableren Kundengruppen. Ziel des Konzerns ist es, ein führendes E-Commerce-Ökosystem im Mode- und Lifestyle-Segment zu schaffen – getragen durch Investitionen in wachstumsrelevante Initiativen wie die kontinuierliche Verbesserung des Kundenerlebnisses und den Ausbau eines agilen europäischen Logistik- und Fulfillment-Netzwerks. Ein zentraler Bestandteil der Strategie ist das Test & React-Modell, das bereits mehr als 10 % der Eigenmarkenverkäufe in dem Geschäftsjahr 2024 ausmachte. Ebenfalls vorangetrieben wird der Ausbau des „Partner-Fulfillment“, das heute etwa 5 % des Gross Merchandise Value (GMV)⁷⁰ für rund 100 Marken abdeckt und so sowohl den Endkunden- als auch Geschäftskundenbereich unterstützt.⁷¹

Der **Markt für E-Commerce-Plattformen** ist stark umkämpft.

Neben globalen Anbietern wie Shopify, Salesforce oder SAP Commerce Cloud positionieren sich auch sog. vertikale Lösungen, die Fulfillment- und Softwaredienste für externe Marken anbieten. Technologische Skalierbarkeit, KI-basierte Personalisierung, nachhaltige Logistik und Omnichannel-Fähigkeiten gewinnen bei E-Commerce-Plattformen zunehmend an Bedeutung.

⁶⁸ Vgl. Vinted, Vinted delivers strong, profitable growth, while investing in Vinted Go and Vinted Pay, April 2025, Abruf: 18.07.2025, <https://company.vinted.com/newsroom/Vinted-delivers-strong-profitable-growth-while-investing>.

⁶⁹ Vgl. E-Commerce News, Germany is the top European market for Temu and Shein, Dez 2024, Abruf: 18.07.2025, <https://ecommercenews.eu/germany-is-the-top-european-market-for-temu-and-shein>, IFH Köln HDE 2025.

⁷⁰ Gross Merchandise Volume/Value (GMV), auch als Bruttowarenavolumen oder -wert bezeichnet, ist der Gesamtwert der Verkäufe, den ein Unternehmen innerhalb eines bestimmten Zeitraums erzielt – üblicherweise vierteljährlich oder jährlich gemessen. Der GMV wird vor Abzug der angefallenen Ausgaben berechnet. Zu diesen Ausgaben zählen unter anderem Kosten für Werbung und Marketing, Lieferkosten, Rabatte sowie Rücksendungen.

⁷¹ Vgl. ASOS, FY 2024, Abruf: 29.07.2025, <https://www.asosplc.com/news/final-results-period-1-september-2024>, Market Screener, ASOS: Annual Report and Accounts 2024, Abruf: 29.07.2025, <https://www.market-screener.com/quote/stock/ASOS-PLC-4003595/news/ASOS-Annual-Report-and-Accounts-2024-48392452>.

Shopify Inc. adressiert wachstumsstarke sog. „Direct-to-Consumer“ D2C-Marken und erzielte im zweiten Quartal 2025 ein Umsatzwachstum von rd. 31 %, womit seit nunmehr acht aufeinanderfolgenden Quartalen ein Umsatzwachstum von über 25 % verzeichnet werden konnte. Auch die FCF-Marge zeigt seit acht Quartalen ein zweistelliges Wachstum von aktuell 16 %. Besonders stark entwickelte sich das Geschäft in Europa, wo das Bruttowarenavolumen währungsbereinigt um 42% anstieg.⁷² Aktuell wird vermutet, dass Shopify eine E-Commerce-Implementierung mit dem KI-System Chat GPT erarbeitet.⁷³

Salesforce Commerce Cloud, ehemals **Demandware**, fokussiert sich primär auf B2C-Commerce mit zusätzlicher Unterstützung für B2B. Die Plattform, betrieben von Salesforce Inc., bietet ein cloudbasiertes Ökosystem für kanalübergreifende Einkaufserlebnisse mit eingebauter KI, Order- und Zahlungsabwicklung. Im Jahr 2025 führt Salesforce Inc., San Francisco/USA, das Konzept „Unified Commerce“ ein, das Commerce, Order Management, Payments und KI-Agenten in einer Oberfläche vereint.⁷⁴

SAP Commerce Cloud (ehemals **Hybris**) ist eine E-Commerce-Plattform, die B2B-, B2C- und B2B2C-Commerce-Erlebnisse auf einer Plattform vereint. Es richtet sich an Kunden mit Bedarf an Omnichannel-Funktionalität, Produktdatenmanagement und tiefer Integration in ERP-Systeme. Auf der NRF 2025 präsentierte SAP unter anderem einen KI-gestützten Shopping Assistant, der die Produktsuche in Gesprächen mit natürlicher Sprache ermöglicht – inklusive Conversion-Optimierung.⁷⁵

Commercetools ist eine cloud-native, API-first und composable Commerce-Plattform, die insbesondere Marken und Handelsunternehmen ermöglicht, modulare Omnichannel-Handelserlebnisse flexibel und skalierbar zu gestalten. Sie wird von der gleichnamigen Commercetools GmbH, München, angeboten.⁷⁶

⁷² Vgl. Shopify, Shopify Delivers Another Exceptional Quarter in Q2, Abruf: 07.08.2025, <https://www.shopify.com/news/shopify-q2-2025-financial-results>.

⁷³ Vgl. Affiliate Blog, ChatGPT goes Shopping: Was die Shopify-Integration für den E-Commerce bedeutet, Abruf: 28.07.2025, <https://www.affiliateblog.de/chatgpt-goes-shopping/>.

⁷⁴ Vgl. Salesforce, website; Connections 2025: Shining a Light on Unified Commerce, Juni 2025, Abruf: 07.08.2025, <https://www.salesforce.com/blog/connections-2025-unified-commerce>.

⁷⁵ Vgl. SAP, Retail Public Cloud ERP and AI Shopping Assistant Headline SAP Innovations at NRF 2025, Januar 2025, Abruf: 07.08.2025, <https://news.sap.com/2025/01/sap-nrf-2025-retail-public-cloud-erp-ai-shopping-assistant>; NRF für National Retail Federation.

⁷⁶ Vgl. commercetools, website, Abruf: 07.08.2025, <https://commercetools.com/de>.

4.4. Ermittlung des Ertragswerts

4.4.1. Analyse der Unternehmensplanung

4.4.1.1. Planungsprozess und -systematik

ABOUT YOU hat einen regelmäßigen jährlichen Planungsprozess implementiert. Dieser unterscheidet grundsätzlich zwischen der Budgetplanung und einer sich anschließenden Mehrjahresplanung.

Die Planung des Budgets wird im Juli eines Jahres initiiert und damit gleichzeitig ein Forecast für das laufende Jahr erstellt. Ein zweiter Planungszyklus des Budgets erfolgt dann im Zeitraum Dezember bis Januar des Geschäftsjahres.

Die Mehrjahresplanung über fünf Jahre wird im Anschluss an die Erstellung des Jahres- und Konzernabschlusses vorgenommen und setzt auf der Budgetplanung für das erste Planjahr auf. Die Planung beinhaltet eine konsolidierte Gewinn- und Verlustrechnung, eine Bilanzplanung sowie eine Cashflow-Planung. Die konsolidierte Gewinn- und Verlustrechnung umfasst die Umsätze und Aufwendungen bis zum EBIT nach Segmenten sowie die Zins- und Steueraufwendungen auf Konzernebene. Eine Planung auf Ebene der einzelnen Konzerngesellschaften findet nicht statt. Die Planungsrechnung erfolgt nach den Regeln der IFRS.

Die der Bewertung zugrunde liegende Planung umfasst die Geschäftsjahre 2025/26 bis 2030/31 und wurde vom Vorstand am 30. Juli 2025 verabschiedet.

Die Planung des Budgets erfolgt in einem mehrstufigen Prozess aus einer sog. Guidance durch den Vorstand sowie einer Bottom-up-Planung durch die operativ verantwortlichen Mitarbeiter in den einzelnen Geschäftsbereichen. Die Planungsgrößen werden in einem iterativen Validierungsprozess mit den Ergebnissen der vorgelagerten Guidance abgestimmt.

Die Mehrjahresplanung wird unter Berücksichtigung der strategischen Ausrichtung und der erwarteten wirtschaftlichen Entwicklungen im Sinne eines Top-Down-Ansatzes von Vorstand und Controlling geplant.

Die der Bewertung zugrunde gelegte Planung erfolgte ab dem Geschäftsjahr 2025/26 für die beiden Segmente Commerce und SCAYLE.

Segment Commerce

Umsatzseitig wird die Planung grundsätzlich als Mengen- und Volumenplanung erstellt. Dazu erfolgt zunächst die Planung des NMV auf der ABOUT YOU-Plattform nach Regionen. Ausgehend von den Erfahrungswerten der Vergangenheit und den strategischen Zielen wird eine Fortschreibung auf Ebene der Bestands- und Neukunden sowie deren erwarteter Aktivität, Bestellhäufigkeit und der durchschnittlichen Größe des Warenkorbs durchgeführt. Das geplante Nettoverkaufsvolumen berücksichtigt dabei die Verkäufe von eigenen und fremden Beständen nach Retouren.

Basierend auf dem geplanten Nettoverkaufsvolumen erfolgt die Aufteilung auf die jeweiligen Bewirtschaftungsmodelle, d.h. eigener Bestand sowie die Prinzipal- und Marktplatzmodelle. Das Nettoverkaufsvolumen der eigenen Shops führt zu Umsatz in Höhe des Nettoverkaufsvolumens, währenddessen es bei den Partnermodellen die Bezugsgröße für die Provisionserlöse darstellt, die im Umsatz erfasst werden. Darüber hinaus erfolgt die Planung von Media-Erlösen sowie sonstiger Erlöse unter Bezugnahme auf das Nettoverkaufsvolumen.

Dem Rohertrag liegt eine Margenplanung zugrunde, mithin werden die Umsatzkosten bzw. der Materialaufwand als Quote vom geplanten Umsatz berechnet.

Die Personalplanung erfolgt für das Budget durch die Personalabteilung auf Basis der geplanten Mitarbeiter sowie der vorgesehenen Gehaltsanpassungen. Für die Mehrjahresplanung erfolgt eine pauschale Fortschreibung des Personalaufwands unter Berücksichtigung der für die einzelnen Bereiche notwendigen Personalanpassungen aufgrund der geplanten strategischen Veränderungen in den einzelnen Vertriebsmodellen und Bereichen.

Die variablen Marketingaufwendungen werden auf Basis der erwarteten Kosten pro Kunde für die jeweilige Region geplant. Die übrigen Kosten werden im Wesentlichen quotale vom Umsatz bzw. NMV des jeweiligen Bereichs und Vertriebsmodells geplant, mithin die sog. Fulfillmentkosten in Abhängigkeit von den geplanten NMV.

Die Planung der Abschreibungen basiert auf den geplanten Investitionen, aktivierten Eigenleistungen und zu aktivierenden Leasingverträgen.

Segment SCAYLE

Im Segment SCAYLE werden „Product“- und „Service“-Umsatzerlöse geplant, wobei die Product-Umsatzerlöse nach Bestands- und Neukunden differenziert werden:

- Die Product-Umsatzerlöse mit Bestandskunden werden kundenspezifisch anhand der vertraglich festgelegten Gebühren und Laufzeiten sowie einer Schätzung des erwarteten Wachstums der jährlich wiederkehrenden Erlöse (sog. „Annual Recurring Revenue“ bzw. kurz: ARR) geplant. Das Wachstum dieser Erlöse ist – abgesehen von vereinbarten Mindestgebühren – abhängig von den Umsatzerlösen, die der jeweilige Kunde mit der SCAYLE-Infrastruktur erzielt. Daher wird in Abstimmung mit dem jeweiligen Kunden eine Wachstumsannahme getroffen, die sich in der Planung von SCAYLE niederschlägt. Darüber hinaus plant das Management eine Abwanderungsrate nach Ende der Vertragslaufzeit.
- Die Planung der Umsatzerlöse mit Neukunden erfolgt quartalsweise auf Ebene von Regionen. Hier werden die anfallenden Provisionserlöse bei Vertragsabschluss sowie die jährlich wiederkehrenden Erlöse von der Geschäftsführung abgeschätzt.

Die Service-Umsatzerlöse werden im Segment SCAYLE pauschal auf Basis von Erfahrungswerten fortgeschrieben.

Die Kosten im Segment SCAYLE werden quotale in Abhängigkeit vom Umsatz von dem jeweiligen „Cost Center“ unter Berücksichtigung der strategischen Vorgaben, insbesondere bei der geplanten Erschließung neuer Märkte, geplant.

Die in den sonstigen betrieblichen Erträgen ausgewiesenen aktivierten Eigenleistungen werden mit einer Quote der anfallenden Kosten geplant.

Die geplanten Abschreibungen berücksichtigen die aktivierten Eigenleistungen, Leasingverpflichtungen und weitere geplante Investitionen.

Der Planungshorizont für das Segment SCAYLE erstreckt sich detailliert lediglich bis zum Planjahr 2029/30. Für das letzte Jahr der Mehrjahresplanung, das Planjahr 2030/31, erfolgte daher eine Top-Down-Fortschreibung von Umsatz und Margen.

Die Ergebnisplanungen der Segmente Commerce und SCAYLE werden **konsolidiert** und um eine Planung des Finanzergebnisses sowie eine vereinfachte Steuerplanung auf Konzernebene ergänzt.

Die zur geplanten Gewinn- und Verlustrechnung korrespondierende Bilanzplanung erfolgt integriert unter Berücksichtigung der erforderlichen Investitionen sowie der vorgeesehenen strategischen Maßnahmen zur Optimierung von Bilanzposten.

Die Planung wurde vom Bewertungsgutachter grundsätzlich unverändert übernommen. Aus bewertungstechnischen Gründen wurde das Finanzergebnis ausgehend von der seitens ABOUT YOU abgeschätzten Höhe der operativen Mindestkasse und der vom Bewertungsgutachter angesetzten Ausschüttungen angepasst. Zudem wurden die Aufwendungen im Zusammenhang mit den Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen („VESOP“) nicht, wie in der Planung von ABOUT YOU im Eigenkapital, sondern als Rückstellung passiviert und die Aufwendungen für bestehende Vergütungsprogramme aus Vorjahren im geplanten Aufwand eliminiert und stattdessen als Sonderwert berücksichtigt. Darüber hinaus erfolgte eine Neuberechnung des Steueraufwands auf Konzernebene unter Berücksichtigung der steuerlich nutzbaren Verlustvorträge.

Wir haben die Planungssystematik nachvollzogen und in Stichproben auf rechnerische und inhaltliche Konsistenz in zeitlicher Hinsicht, im Hinblick auf den Zusammenhang zwischen Plan-Gewinn- und Verlustrechnung und Planbilanz sowie den Zusammenhang zwischen den Detailplänen geprüft. Die materiellen Planungsprämissen haben wir uns von den Planungsverantwortlichen, Mitarbeitern der Gesellschaft und dem Bewertungsgutachter erläutern lassen und – soweit möglich – gegen die Markt- und Wettbewerbserwartungen gespiegelt sowie auf inhaltliche Konsistenz geprüft. Ebenso haben wir analysiert, ob sich aus der Vergangenheit Anhaltspunkte ergeben, die gegen die Plausibilität der Planung sprechen.

Insgesamt halten wir die der Bewertung von ABOUT YOU zugrunde gelegte Planungsrechnung vor dem Hintergrund des Geschäftsmodells sowie unserer Analysen zum Planungsprozess und zur Planungssystematik grundsätzlich für geeignet, um daraus den Zukunftserfolgswert von ABOUT YOU abzuleiten.

4.4.1.2. Analyse der Planungsgüte

Im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit haben wir die Planungsgüte von ABOUT YOU für die Geschäftsjahre 2022/23 bis 2024/25 analysiert. Dazu haben wir die Prognosewerte

dieser Geschäftsjahre den realisierten Ist-Werten der Konzernabschlüsse gegenübergestellt:

ABOUT YOU: Planabweichungen	2022/2023		Abweichung	
	Ist	Prognose	absolut	in %
Umsatzerlöse in € Mio.	1.904,6	1.965,9	- 61,3	-3,1%
Rohertragsmarge	37,8%	41,7%	-3,8%	
Bereinigtes EBITDA in € Mio.	- 137,0	- 128,9	- 8,0	-6,2%
Bereinigte EBITDA-Marge	-7,2%	-6,6%	-0,6%	

ABOUT YOU: Planabweichungen	2023/2024		Abweichung	
	Ist	Prognose	absolut	in %
Umsatzerlöse in € Mio.	1.935,2	1.961,5	- 26,2	-1,3%
Rohertragsmarge	38,7%	39,5%	-0,8%	
Bereinigtes EBITDA in € Mio.	3,2	15,2	- 12,1	-79,1%
EBITDA-Marge	0,2%	0,8%	-0,6%	

ABOUT YOU: Planabweichungen	2024/2025		Abweichung	
	Ist	Prognose	absolut	in %
Umsatzerlöse in € Mio.	2.001,7	1.976,6	25,2	1,3%
Rohertragsmarge	40,4%	40,3%	0,1%	
Bereinigtes EBITDA in € Mio.	28,1	26,0	2,1	8,2%
Bereinigte EBITDA-Marge	1,4%	1,3%	0,1%	

Im **Geschäftsjahr 2022/23** wurden sowohl die geplanten Umsatzerlöse als auch das bereinigte EBITDA sowie die EBITDA-Marge verfehlt, wobei die Abweichungen im einstelligen Prozent-Bereich liegen. Zurückzuführen waren die Abweichungen auf eine erhöhte Konsumentenverunsicherung in Folge des Angriffskriegs Russlands auf die Ukraine und damit verbundener stark steigender Inflationsraten. Die Rohertragsmarge lag unterhalb des geplanten Niveaus, da im Zuge der COVID-19-Pandemie relativ hohe Lagerbestände aufgebaut worden waren, die nunmehr mit Rabatten abverkauft wurden.

Auch im **Geschäftsjahr 2023/24** wurde die Planung verfehlt. Die Abweichung von den geplanten Umsatzerlöse lag bei rd. -1,3 %; die Rohertragsmarge wurde um rd. 0,8 %-Punkte verfehlt. Dies war wie im Vorjahr im Wesentlichen auf hohe Inflationsraten, verbunden mit entsprechender Konsumentenzurückhaltung zurückzuführen. Ebenso wirkte sich die hinter den Erwartungen gebliebenen Umsätze im margenstarken B2B-Geschäft negativ auf die Rohertragsmarge aus. Infolgedessen lag auch das bereinigte EBITDA unterhalb der Prognosen. Zusätzliche kurzfristig eingesetzte Marketingmaßnahmen aufgrund einer sich abzeichnenden positiven Marktentwicklung führten zu ungeplanten Marketingaufwendungen und trugen zusätzlich zur Abweichung des bereinigten EBITDA um € 12,1 Mio. bzw. rd. 79,1 % bei.

Im **Geschäftsjahr 2024/25** konnten die Umsatz- sowie Rohertragsziele erreicht bzw. leicht überschritten werden. Dies war auf ein verbesserte Marktumfeld aufgrund des

verbesserten Konsumklimas zurückzuführen. Beim bereinigten EBITDA lagen die Ist-Werte mit rd. 8,2 % über den Budgetwerten, da die Marketingkosten bedingt durch verzögerte Produkteinführungen zum Ende des Geschäftsjahres leicht zurückgefahren wurden und damit unter dem zunächst prognostizierten Wert lagen.

Während die Prognosen für die Geschäftsjahre 2022/23 und 2023/24 verfehlt wurden, wurden die Prognosen für das Geschäftsjahr 2024/25 erreicht. Die durch die COVID-19-Pandemie und den Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine implizierten Nachfrageänderungen nach Modeartikeln waren in dieser Form nicht vorhersehbar. Vor diesem Hintergrund ergeben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass die Planung von ABOUT YOU als Grundlage für die Ermittlung eines Unternehmenswertes grundsätzlich nicht geeignet wäre.

4.4.1.3. Vergangenheitanalyse

Die Vergangenheitsanalyse bildet den Ausgangspunkt für die Prognose künftiger Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen.⁷⁷

Nachfolgend wird die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von ABOUT YOU auf Konzernebene für die Geschäftsjahre 2022/23 bis 2024/25 auf Grundlage der geprüften Konzernabschlüsse dargestellt.

⁷⁷ IDW S 1, Tz. 72.

4.4.1.3.1. Vermögens- und Finanzlage

Die Entwicklung der Vermögens- und Finanzlage von ABOUT YOU für die Geschäftsjahre 2022/23 bis 2024/25 stellt sich wie folgt dar:

ABOUT YOU: Aktiva in € Mio.	Ist 22/23	Ist 23/24	Ist 24/25
Immaterielle Vermögensgegenstände	65,4	79,6	94,8
Vermögenswerte aus Nutzungsrechten	199,6	147,8	187,2
Grundstücke, technische Anlagen und Maschinen	6,9	6,0	4,9
Sonstige langfristige Finanzanlagen	29,0	24,4	14,3
Anlagevermögen	300,9	257,7	301,3
Vorräte	554,9	519,7	450,5
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	40,7	106,5	86,7
Sonstige finanzielle Vermögensgegenstände	0,0	13,4	17,9
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	80,1	83,4	69,6
Zahlungsmittel	204,9	163,9	154,5
Umlaufvermögen	880,5	887,0	779,2
Aktiva	1.181,4	1.144,7	1.080,4

Die Bilanzsumme von ABOUT YOU reduzierte sich von € 1.181,4 Mio. zum 28. Februar 2023 auf € 1.080,4 Mio. zum 28. Februar 2025, was im Wesentlichen auf einen Rückgang der Vorräte sowie der Zahlungsmittel unter den Aktiva zurückzuführen war.

Unter den **Immateriellen Vermögensgegenständen** wurden zum 28. Februar 2025 aktivierte Entwicklungskosten in Höhe von € 81,8 Mio. ausgewiesen, von denen € 47,4 Mio. sich noch in der Entwicklung und damit nicht in Nutzung befanden.

Die **Vermögenswerte aus Nutzungsrechten** betreffen ausschließlich Gebäudemietverträge. Im Geschäftsjahr 2023/24 führten Abschreibungen in Höhe von € 45,0 Mio. zu einer deutlichen Reduzierung des Bilanzpostens. Im Geschäftsjahr 2024/25 beliefen sich die Abschreibungen auf € 48,5 Mio.; gegenläufig wirkten sich die Investitionen in die Automatisierung der Lagerhäuser und Erweiterung von Lagerkapazitäten mit einem Zugang von Nutzungsrechten in Höhe von € 91,8 Mio. aus.

Die **sonstigen langfristigen Finanzanlagen** reduzierten sich im Wesentlichen aufgrund von Wertberichtigungen auf Darlehen an Gemeinschaftsunternehmen.

Neben einer Reduzierung der Wertberichtigungen ausgehend von € 29,2 Mio. zum 29. Februar 2024 auf € 18,8 Mio. zum 28. Februar 2025 führten Optimierungen des eigenen Bestandes, ein konservativerer Einkauf saisonaler Ware sowie ein verbessertes

Bestandsmanagement im Logistiknetzwerk zu einer deutlichen Reduzierung der **Vorräte** von € 554,9 Mio. zum 28. Februar 2023 auf € 450,5 Mio. zum 28. Februar 2025.

Die **Forderungen und sonstigen Vermögensgegenstände** resultieren aus Lieferungen und Leistungen und stiegen zum 29. Februar 2024 um € 65,8 Mio. im Wesentlichen in Folge einer vermehrten Nutzung der Deferred Zahlungsart Cash-on-Delivery (CoD) durch ost- und südeuropäische Kunden sowie eines Anstiegs von B2B-Forderungen, die generell längere Zahlungsziele aufweisen als die B2C-Forderungen, gegenüber dem Vorjahresresultimo an. Zum 28. Februar 2025 sanken die Forderungen aus Lieferung und Leistung in Folge eines verbesserten Forderungsmanagements wieder auf € 86,7 Mio.

Die **Zahlungsmittel** reduzierten sich von € 204,9 Mio. zum 28. Februar 2023 auf € 154,4 Mio. zum 28. Februar 2025 infolge der realisierten Verluste, der Investitionen in die Logistikinfrastruktur, geringere Inanspruchnahme von Reverse Factoring sowie laufenden Leasingzahlungen.

Die **sonstigen nicht finanziellen Vermögenswerte** beinhalteten zum 28. Februar 2025 im Wesentlichen Herausgabeansprüche aus erwarteten Retouren in Höhe von € 38,2 Mio. sowie Steuerforderungen in Höhe von € 9,6 Mio.

ABOUT YOU: Passiva in € Mio.	Ist 22/23	Ist 23/24	Ist 24/25
Eigenkapital	366,6	267,3	177,6
Rückstellungen	61,3	67,7	59,7
Leasingverbindlichkeiten	218,1	174,9	209,9
Verzinsliche Verbindlichkeiten	218,1	174,9	209,9
Verbindlichkeiten aus L+L	406,6	456,7	464,4
Personalverbindlichkeiten	2,9	3,5	2,0
Steuerverbindlichkeiten	55,9	49,9	40,7
Sonstige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	11,0	53,8	87,6
Verbindlichkeiten aus Lieferantenfinanzierung	43,1	49,9	25,4
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	0,4	9,7	0,0
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	519,9	623,5	620,0
Rechnungsabgrenzungsposten	15,5	11,2	13,1
Passiva	1.181,4	1.144,7	1.080,4

Das **Eigenkapital** entwickelte sich auf Konzernebene in Folge der realisierten Verluste rückläufig von € 366,6 Mio. zum 28. Februar 2023 auf € 177,6 Mio. zum 28. Februar 2025. Die bilanzielle Eigenkapitalquote verminderte sich infolgedessen von rd. 31 % zum 28. Februar 2023 auf rd. 16,4 % zum 28. Februar 2025.

Der Rückgang der **Leasingverbindlichkeiten** zum 29. Februar 2024 gegenüber dem Vorjahresultimo ist auf deren planmäßige Tilgung zurückzuführen. Zum 28. Februar 2025 erhöhten sich trotz der planmäßigen Tilgungen die Leasingverbindlichkeiten in Folge der Investitionen in die Optimierung und den Ausbau des Logistiknetzwerks auf dann € 209,9 Mio.

Der Anstieg der **Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen** ist auf die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen außerhalb von Warenlieferungen zurückzuführen, auf die zum 28. Februar 2025 Verbindlichkeiten in Höhe von € 246,0 entfallen, ausgehend von € 177,2 Mio. zum 28. Februar 2023. Durch Maßnahmen zur Optimierung des Working Capital u.a. durch neu verhandelte Zahlungsziele und ein optimiertes Kreditorenmanagement konnten im Gegenzug die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen von Waren von € 229,4 Mio. zum 28. Februar 2023 auf € 218,3 Mio. zum 28. Februar 2025 gesenkt werden.

Die **Steuerverbindlichkeiten** resultieren im Wesentlichen aus Umsatzsteuerverbindlichkeiten.

Die **sonstigen nicht-finanziellen Verpflichtungen** erhöhten sich von € 11,0 Mio. zu 28. Februar 2023 auf € 87,6 Mio. zum 28. Februar 2025 im Wesentlichen aufgrund eines Anstiegs der Verbindlichkeiten gegenüber Zahlungsdienstleistern.

Die **Verbindlichkeiten aus Lieferantenfinanzierung** reduzierten sich im betrachteten Zeitraum um € 17,7 Mio. auf € 25,4 Mio. zum 28. Februar 2025 in Folge einer geringeren Nutzung des Reverse Factoring.

4.4.1.3.2. Ertragslage

Die Entwicklung der Ertragslage auf Basis der Konzern- Gewinn- und Verlustrechnungen von ABOUT YOU für die Geschäftsjahre 2022/23 bis 2024/25 wird in nachfolgender Tabelle zusammengefasst:

ABOUT YOU: GuV unbereinigt in € Mio.	Ist 22/23	Ist 23/24	Ist 24/25
Net Merchandise Volume	1.799,9	1.825,0	1.906,6
Umsatzerlöse	1.904,6	1.935,2	2.001,7
Materialaufwand	- 1.178,4	- 1.174,3	- 1.178,0
Rohertrag	726,2	760,9	823,7
Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten	- 868,4	- 798,9	- 819,2
Sonstige betriebliche Erträge	51,7	38,7	45,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 61,1	- 23,3	- 48,6
EBITDA	- 151,6	- 22,5	1,6
Abschreibungen	- 61,6	- 67,2	- 70,8
EBIT	- 213,2	- 89,8	- 69,3
Finanzergebnis	- 14,0	- 23,3	- 35,3
Ergebnis vor Steuern	- 227,2	- 113,1	- 104,6
Steuern	- 1,9	0,9	- 2,1
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	- 229,0	- 112,2	- 106,7
Umsatzwachstum		1,6%	3,4%
Rohertragsmarge	38,1%	39,3%	41,1%
EBITDA-Marge	-8,0%	-1,2%	0,1%
EBIT-Marge	-11,2%	-4,6%	-3,5%

Ausgehend von einem **NMV** von € 1.799,9 Mio. im Geschäftsjahr 2022/23 konnte durch weitere geographische Ausweitung der Geschäftstätigkeit von ABOUT YOU das Nettoverkaufsvolumen auf € 1.906,6 Mio. gesteigert werden. Dies trug wesentlich zu einem Anstieg der Umsatzerlöse im betrachteten Zeitraum bei.

Von den **Umsatzerlösen** im Geschäftsjahr 2024/25 entfielen € 1.972,0 Mio. auf das Segment Commerce, welches im betrachteten Zeitraum damit ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rd. 2,4 % aufwies. Das Segment SCAYLE erreichte im Zeitraum ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rd. 7,4 % und im Geschäftsjahr 2024/25 ein absolutes Umsatzniveau in Höhe von € 52 Mio. vor Konsolidierung.

Im Segment Commerce ist es ABOUT YOU gelungen, die Anzahl der Kunden und Kundinnen sowie die durchschnittliche Warenkorbgröße zu steigern:

ABOUT YOU: Branchenspezifische Kennzahlen	Ist 22/23	Ist 23/24	Ist 24/25
Aktive Kunden (LTM) in Mio.	12,7	12,3	12,9
Anzahl Bestellungen (LTM) in € Mio.	39,4	37,8	38,3
Ø Bestellungen pro aktiven Kunden	3,1	3,1	3,0
Ø Warenkorbgröße in €	54,8	58,0	60,1

Mit dem Ende der Corona-Pandemie Anfang des Jahres 2023 hatten Online-Händler einen Rückgang der Aktivitäten der Konsumenten zu verzeichnen. ABOUT YOU gelang es durch gezieltes Marketing, seinen Wachstumspfad fortzusetzen; die Kundenanzahl stieg nach einem leichten Rückgang im Geschäftsjahr 2023/24 auf 12,9 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25. Die durchschnittliche Warenkorbgröße konnte durch höhere Verkaufspreise sowie geringere Rabattaktionen von € 54,8 im Geschäftsjahr 2022/23 deutlich auf € 60,1 im Geschäftsjahr 2024/25 gesteigert werden.

Im **Materialaufwand** werden im Wesentlichen der Wareneinsatz, Aufwendungen für die Eingangslogistik, bezogene Leistungen sowie Wertberichtigungen auf Vorräte ausgewiesen. Die Materialaufwendungen verzeichneten durch verbesserte Einkaufsbedingungen einen leichten Rückgang im Geschäftsjahr 2023/24 auf € 1.174,3 Mio. Bedingt durch den weiteren Umsatzanstieg im Geschäftsjahr 2024/25 stiegen die Materialaufwendungen um € 3,7 Mio. auf dann € 1.178,0 Mio.

Insgesamt verbesserte sich die **Rohertagsmarge** im betrachteten Referenzzeitraum kontinuierlich von rd. 38,1 % im Geschäftsjahr 2022/23 auf rd. 41,1 % im Geschäftsjahr 2024/25, was insbesondere durch ein sich wieder verbesserndes Marktumfeld und der damit verbundenen geringeren Rabattintensität bezogen auf die generierten Umsätze zurückzuführen war.

Die **Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten** setzen sich wie folgt zusammen:

ABOUT YOU: Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten in € Mio.	Ist 22/23	Ist 23/24	Ist 24/25
Logistikkosten	- 471,6	- 469,1	- 469,2
Marketingkosten	- 257,5	- 170,5	- 201,4
Personalkosten	- 94,6	- 100,6	- 101,7
IT-Infrastruktur- und Hosting-Kosten	- 23,7	- 35,1	- 22,6
Administrative Kosten	- 8,5	- 11,0	- 7,8
VESOP	- 12,4	- 12,5	- 16,4
Vertriebs- und Verwaltungskosten	- 868,4	- 798,9	- 819,2

Wesentliche Kostentreiber der Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten sind die Logistik- und Marketingkosten.

Die Logistikkosten lagen in den Geschäftsjahren 2022/23 bis 2024/25 auf einem ähnlichen Niveau. Zwar konnten die Logistikkosten einerseits durch die Optimierung von Prozessen bei der Bevorratung und von Lieferkettenprozessen gesenkt werden. Andererseits führte der gestiegene Umsatz, verbunden mit einer mengenmäßigen Ausweitung und Veränderungen im Produktmix zu einem gegenläufigen Effekt.

Die Marketingkosten sanken im Geschäftsjahr 2023/24 um € 87,0 Mio. gegenüber dem Vorjahr in Folge der Reduzierung von Kampagnenaktivitäten in den nordischen und südeuropäischen Märkten sowie des Wegfalls von Markteintrittskampagnen, die hohe Marketingaufwendungen erfordern. Zusätzlich wurden Marketingmaßnahmen hinsichtlich ihres Wirkungsgrads analysiert und es wurde in diesem Zuge auf kostengünstigere kurzfristig wirkende Maßnahmen abgestellt. Im Folgejahr wurde wieder verstärkt auf Performance-Marketing zur Förderung von Neukundengewinnung abgestellt sowie Kampagnen zum zehnjährigen Jubiläum von ABOUT YOU und die ABOUT YOU Fashion Week durchgeführt, was zu einem Anstieg der Marketingaufwendungen um € 30,8 Mio. führte. Die Marketingkosten beliefen sich somit im Geschäftsjahr 2024/25 auf € 201,4 Mio. und lagen damit deutlich unterhalb der Marketingkosten des Geschäftsjahres 2022/23.

Die Personalkosten stiegen von € 94,6 Mio. im Geschäftsjahr 2022/23 auf € 101,7 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 im Wesentlichen aufgrund von Gehaltsanpassungen an. Die durchschnittliche Zahl der Mitarbeiter (FTE) sank hingegen von 1.282 im Geschäftsjahr 2022/23 zum Ende des betrachteten Vergangenheitszeitraums auf 1.220.

Die **sonstigen betrieblichen Erträge** beinhalten im Wesentlichen die aktivierten Eigenleistungen, die von € 36,4 Mio. im Geschäftsjahr 2022/23 auf € 34,1 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 leicht sanken. Im Geschäftsjahr 2022/23 entfielen darüber hinaus € 13,0

Mio. auf einmalige Erträge aus einer Vereinbarung mit einem Dienstleister sowie in Zusammenhang mit der Gründung der Beteiligung GMK. Im Geschäftsjahr 2024/25 fielen einmalige Erträge in Höhe von € 7,0 Mio. aus der ergebniswirksamen Ausbuchung von Verbindlichkeiten in Folge der Einstellung des Geschenkkartengeschäfts an.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** reduzierten sich von € 61,1 Mio. im Geschäftsjahr 2022/23 auf € 23,3 Mio. im Geschäftsjahr 2023/24 und stiegen anschließend wieder auf € 48,6 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 an. Wesentlicher Treiber der Aufwendungen sind die Rechts- und Beratungskosten. Einmalige Aufwendungen im Zusammenhang mit der Reorganisation der ABOUT YOU-Gruppe waren in Höhe von € 2,1 Mio. im Geschäftsjahr 2022/23, von € 4,3 Mio. im Geschäftsjahr 2023/24 und von € 8,1 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 zu verzeichnen.

Das **EBITDA** verbesserte sich im Ergebnis der zuvor dargestellten Entwicklung von € -151,6 Mio. im Geschäftsjahr 2022/23 auf € 1,6 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25. Die Fokussierung auf Profitabilität führte dazu, dass sich das negative EBITDA des Segments Commerce verringerten, das Segment SCAYLE konnte die im Geschäftsjahr 2024/25 noch bestehenden negativen Effekte kompensieren.

Der Anstieg der **Abschreibungen** von € 61,6 im Geschäftsjahr 2022/23 auf € 70,8 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 war im Wesentlichen auf einen Anstieg der Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte zurückzuführen, da selbsterstellte Software in die Nutzungsphase überging.

Das **EBIT** verbesserte sich im betrachteten Zeitraum damit von € -213,2 Mio. im Geschäftsjahr 2022/23 auf € -69,3 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25.

Das **Finanzergebnis** umfasst Zinsaufwendungen und -erträge, Beteiligungsergebnisse, Währungseffekte sowie Wertberichtigungen auf Finanzinstrumente. Die deutliche Verschlechterung des Finanzergebnisses im Geschäftsjahr 2024/25 war auf Wertberichtigungen in Höhe von € 22,7 Mio. auf Darlehen gegenüber Gemeinschaftsunternehmen im Influencer-Umfeld zurückzuführen. Die Zinsaufwendungen lagen im Geschäftsjahr 2024/25 bei € 11,8 Mio. nach € 14,2 Mio. im Vorjahr.

Aufgrund weiterer Verluste sowie bestehender Verlustvorträge ergab sich nur ein geringer **Steueraufwand** aus Mindestbesteuerung und latenten Steuern.

4.4.1.3.3. Bereinigungen

Die ABYHSE weist im Konzernabschluss ein bereinigtes EBITDA aus, indem einmalige und außerordentliche Aufwendungen sowie Aufwendungen für die anteilsbasierte Vergütung des Managements herausgerechnet werden.

Der Bewertungsgutachter hat Bereinigungen der Vergangenheitsposten um einmalige und außerordentliche Beträge vorgenommen, die Bereinigungen des EBITDA um die anteilsbasierte Vergütung des Managements wurde von ihm nicht übernommen.

Die vorgenommenen Normalisierungen und Bereinigungen wirken sich grundsätzlich nicht auf die Ermittlung des Unternehmenswertes aus, da die Bewertung auf geplanten Ergebnissen beruht. Die bereinigten Vergangenheitsergebnisse dienen indes als Grundlage für die Plausibilisierung der Planung.

Wir haben die vorgenommenen Bereinigungen inhaltlich nachvollzogen; sie sind sachgerecht.

Die vorgenommenen Bereinigungen sind in der folgenden Tabelle wiedergegeben:

ABOUT YOU: GuV-Bereinigungen in € Mio.	Ist 22/23	Ist 23/24	Ist 24/25
Net Merchandise Volume	-	-	-
Umsatzerlöse	-	-	-
Materialaufwand	-	-	-
Rohertrag	-	-	-
Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten	0,4	12,1	2,7
Sonstige betriebliche Erträge	- 5,0	-	- 7,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,7	1,1	7,3
EBITDA	- 2,9	13,2	3,0
Abschreibungen	-	-	-
EBIT	- 2,9	13,2	3,0
Finanzergebnis	-	-	-
Außerordentliches Ergebnis	2,9	- 13,2	- 3,0
Ergebnis vor Steuern	-	-	-
Steuern	-	-	-
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-	-	-

Die Bereinigungen betreffen Abfindungszahlungen, Kosten aufgrund der Unterauslastung von Distributionszentren sowie Kosten im Zusammenhang mit der Reorganisation der Konzernstrukturen sowie Erträge mit einmaligem Charakter. Zu den Details verweisen wir auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten.

In der nachfolgenden Tabelle sind die bereinigten Gewinn- und Verlustrechnungen des ABOUT YOU-Konzerns für die Geschäftsjahre 2022/23 bis 2024/25 dargestellt:

ABOUT YOU: GuV bereinigt in € Mio.	Ist 22/23	Ist 23/24	Ist 24/25
Net Merchandise Volume	1.799,9	1.825,0	1.906,6
Umsatzerlöse	1.904,6	1.935,2	2.001,7
Materialaufwand	- 1.178,4	- 1.174,3	- 1.178,0
Rohertag	726,2	760,9	823,7
Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten	- 868,0	- 786,8	- 816,5
Sonstige betriebliche Erträge	46,7	38,7	38,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 59,4	- 22,2	- 41,3
EBITDA	- 154,5	- 9,3	4,6
Abschreibungen	- 61,6	- 67,2	- 70,8
EBIT	- 216,1	- 76,6	- 66,3
Finanzergebnis	- 14,0	- 23,3	- 35,3
Außerordentliches Ergebnis	2,9	- 13,2	- 3,0
Ergebnis vor Steuern	- 227,2	- 113,1	- 104,6
Steuern	- 1,9	0,9	- 2,1
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	- 229,0	- 112,2	- 106,7
Umsatzwachstum		1,6%	3,4%
Rohertagsmarge	38,1%	39,3%	41,1%
EBITDA-Marge	-8,1%	-0,5%	0,2%
EBIT-Marge	-11,3%	-4,0%	-3,3%

4.4.1.4. Analyse des geplanten operativen Ergebnisses

Die der Bewertung zugrunde gelegte operative Ergebnisplanung von ABOUT YOU für die Geschäftsjahre 2025/26 bis 2030/31 stellt sich ausgehend von den bereinigten Ist-Werten des Geschäftsjahres 2024/25 auf Konzernebene wie folgt dar:

ABOUT YOU: GuV-Planung in € Mio.	Ist*	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
	24/25	25/26	26/27	27/28	28/29	29/30	30/31
Net Merchandise Volume	1.906,6	2.030,7	2.242,8	2.431,0	2.677,9	2.942,8	3.215,0
Umsatzerlöse	2.001,7	2.077,7	2.099,0	2.083,5	2.081,0	2.149,7	2.195,7
Materialaufwand	- 1.178,0	- 1.183,8	- 1.144,8	- 1.078,5	- 1.021,7	- 1.009,4	- 987,6
Rohhertrag	823,7	893,9	954,3	1.005,0	1.059,3	1.140,3	1.208,2
Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten	- 816,5	- 840,6	- 866,1	- 875,8	- 886,6	- 926,0	- 947,8
Sonstige betriebliche Erträge	38,7	39,2	39,2	38,6	38,2	39,1	39,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 41,3	- 50,9	- 48,5	- 49,1	- 49,7	- 51,9	- 53,7
EBITDA	4,6	41,6	78,9	118,7	161,3	201,5	246,3
Abschreibungen	- 70,8	- 70,8	- 76,7	- 82,0	- 75,8	- 72,3	- 77,8
EBIT	- 66,3	- 29,1	2,1	36,7	85,5	129,2	168,4
Net Merchandise Volume-Wachstum		6,5%	10,4%	8,4%	10,2%	9,9%	9,3%
Umsatzwachstum		3,8%	1,0%	-0,7%	-0,1%	3,3%	2,1%
Rohhertragsmarge	41,1%	43,0%	45,5%	48,2%	50,9%	53,0%	55,0%
EBITDA-Marge	0,2%	2,0%	3,8%	5,7%	7,7%	9,4%	11,2%
EBIT-Marge	-3,3%	-1,4%	0,1%	1,8%	4,1%	6,0%	7,7%

*bereinigt

Die Planung folgt der Strategie von ABOUT YOU, weiter zu wachsen, aber dabei den Fokus auf die Profitabilität des Konzerns zu legen.

Die Strategie im **Segment Commerce** sieht im Wesentlichen fünf strategische Maßnahmen zur Erreichung von Wachstums- und Profitabilitätszielen vor:

- Die regionale Expansion in bisher weniger erschlossene Märkte mit hohem Wachstumspotential in Osteuropa; daneben soll eine Stabilisierung im Kernmarkt DACH erfolgen.
- Die Erweiterung des Produktsortiments hinsichtlich niedrigpreisiger Angebote, um so neue Kunden auf die Plattform zu transferieren. Dies soll durch die Eigenmarken, Influencer-Kooperationen und sogenannte Manufacturer-to-Consumer-Modelle ermöglicht werden.
- Durch KI-gestützte Service-Dienstleistungen, wie u.a. einen digitalen Shopping-Assistenten, soll das Einkaufserlebnis optimiert und weiter personalisiert werden. Ziel ist es, die Kundenbindung dadurch zu erhöhen und die Profitabilität durch geringere Retourenquoten zu steigern.
- Die Plattform soll als Marktplatz ausgebaut und damit der Anteil von Drittanbietern weiter erhöht werden. Dabei plant ABOUT YOU mittel- bis langfristig nicht mehr als Prinzipal, sondern stattdessen als Agent aufzutreten und somit nicht mehr über Warenverkäufe, sondern über Provisionszahlungen der Drittanbieter Umsätze zu realisieren. Dies wirkt sich einerseits auf das Umsatzwachstum und

andererseits auf die Rohertragsmarge aus, da den Provisionserlösen kein Wareneinkauf gegenübersteht.

- Die Zahlungsdienstlerlaubnis der BaFin für SCAYLE Pay und damit die Möglichkeit, das Dienstleistungsangebot auszuweiten, soll die Skalierbarkeit der Geschäftsmodelle der Drittanbieter unterstützen und damit die Attraktivität des Marktplatzmodells erhöhen.

Die Strategie im **Segment SCAYLE** sieht im Wesentlichen drei strategische Maßnahmen zur Erreichung von Wachstums- und Profitabilitätszielen vor:

- Auch in diesem Segment ist eine internationale Expansion, insbesondere in die USA, vorgesehen. Darüber hinaus soll Wachstum in europäischen Regionen erfolgen, wo SCAYLE bereits Online-Shops für Kunden betreibt. Im Fokus stehen dabei das Vereinigte Königreich sowie die DACH-Region.
- Erweiterung der Software-Lösung für andere Branchen über den Modebereich hinaus, wie z.B. Lebensmittel oder Lifestyleprodukte.
- Durch Innovationen und Produktweiterentwicklungen sollen den Kunden zusätzliche Funktionen wie Abonnementmodelle oder Promotionsmodelle angeboten werden können.

Ausgehend von diesen strategischen Prämissen plant ABOUT YOU vom Geschäftsjahr 2024/25 eine Steigerung der Umsatzerlöse bis zum Ende des Planungszeitraums von € 2.001,7 Mio. auf € 2.195,7 Mio., mithin um rd. 1,6 % im jährlichen Durchschnitt. Diese durch die Verschiebung der Erlösbestandteile aufgrund der strategischen Prämissen antizipierte Entwicklung ist mit einer sehr deutlichen Verbesserung der Profitabilität verbunden: Das EBIT soll von € -66,3 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 auf € 168,4 Mio. im letzten Planjahr 2030/31 ansteigen.

Im Einzelnen wird folgende Entwicklung – getrennt nach den Segmenten – geplant:

Segment Commerce

ABOUT YOU erwartet das **Nettoverkaufsvolumen (Net Merchandise Volume)** auf der ABOUT YOU-Plattform innerhalb der nächsten sechs Jahre um € 1.308,4 Mio. von € 1.906,6 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 auf € 3.215,0 Mio. im letzten Planjahr 2030/31 steigern zu können. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rd. 9,1 % über den Planungszeitraum. Diese Wachstumserwartung liegt deutlich oberhalb der für den E-Commerce-Markt erwarteten Umsatzsteigerung innerhalb der EU von rd. 7,9 % pro Jahr (wir verweisen auf die Ausführungen unter Abschnitt 4.3.2. dieses Berichts). Wesentliche Treiber dieser Entwicklung im Planungszeitraum sind die

geplante regionale Ausweitung in Ost- und Südosteuropa (Central and Eastern Europe, „CEE“) sowie der weitere Ausbau der Plattform als Marktplatz. Von dem Nettoverkaufsvolumen sollen im letzten Planjahr rd. 38,3 % auf die Region CEE entfallen, für die damit ein jährliches Wachstum von durchschnittlich rd. 11,4 % im Zeitraum 2024/25 bis 2030/31 geplant ist. Auf die DACH-Region entfällt zum Ende des Planungszeitraums ein Anteil von rd. 45,8 %, was einem durchschnittlichen jährlichem Wachstum von rd. 7,1 % im Planungszeitraum entspricht.

ABOUT YOU erwartet, die Bestellhäufigkeit aktiver Kunden pro Geschäftsjahr von 3,0 im Geschäftsjahr 2024/25 auf 4,0 im letzten Planjahr 2030/31 steigern zu können. Die durchschnittliche Warenkorbgröße soll hingegen in der Planung aufgrund der Ausdehnung auf niedrigere Preissegmente von € 60,1 im Geschäftsjahr 2024/25 auf € 55,9 im letzten Planjahr 2030/31 zurückgehen.

Die **Umsätze** des Segments Commerce sollen im Planungszeitraum mit einem jährlichen Durchschnitt von rd. 0,4 % von € 1.972,0 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 auf € 2.022,1 Mio. im letzten Planjahr 2030/31 ansteigen. Der im Vergleich zum Wachstum des NMV geringe Anstieg ist auf die vorgesehene Verschiebung zum Marktplatzmodell zurückzuführen. Der Anteil des Marktplatzmodells am Nettoverkaufsvolumen soll zum Ende des Planungszeitraums den wesentlichen Anteil ausmachen.

Der Ausbau des Marktplatzmodells führt – neben weiterer von ABOUT YOU geplanter Effizienzmaßnahmen – zu einer deutlichen Verbesserung der **Rohertragsmarge** bezogen auf das Nettoverkaufsvolumen im Segment Commerce von rd. 39,6 % im Geschäftsjahr 2024/25 auf rd. 50,3 % im letzten Planjahr.

Segment SCAYLE

Durch die Erschließung neuer Marktpotenziale erwartet ABOUT YOU, den **Umsatz** im Segment SCAYLE – ausgehend von € 52,3 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 vor Konsolidierungseffekten – um durchschnittlich rd. 26,5 % p.a. auf € 214,2 Mio. im letzten Planjahr 2030/31 steigern zu können. Im Geschäftsjahr 2024/25 hatte ABOUT YOU noch keinen Kunden in den USA. Bis zum letzten Planjahr 2029/30 soll hingegen in den USA ein Umsatz in Höhe von € 31,2 Mio. realisiert werden. Damit sollen die USA der größte Wachstumsmarkt für das Segment SCAYLE werden, gefolgt von Deutschland und dem Vereinigten Königreich. Von den insgesamt in diesem Segment geplanten Erlösen im letzten Detailplanjahr 2029/30 sollen rd. 93,8 % auf Lizenzerlöse und rd. 6,2 % auf Service-Erlöse entfallen.

Durch die Fokussierung auf die Lizenzerlöse sowie die geplante Optimierung von Hostingkosten wird eine Steigerung der **Rohertragsmarge** im Segment SCAYLE von rd. 71,5 % im Geschäftsjahr 2024/25 auf rd. 81,9 % im letzten Planjahr angestrebt.

Auf **Konzernebene** soll die **Rohertragsmarge von ABOUT YOU** von rd. 41,1 % im Geschäftsjahr 2024/25 auf rd. 55,0 % im letzten Planjahr 2030/31 steigen; der absolute Rohertrag soll dann bei € 1.208,7 Mio. liegen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rd. 6,6 % über den Planungszeitraum entspricht.

Die **Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten** steigen, ausgehend von € 816,5 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25, in der Planung auf € 947,8 Mio. im letzten Planjahr 2030/31. Die Entwicklung der einzelnen hier enthaltenen Posten ist nachfolgender Tabelle zu entnehmen:

ABOUT YOU: Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten in € Mio.	Ist*	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
	24/25	25/26	26/27	27/28	28/29	29/30	30/31
Logistikkosten	- 469,2	- 491,3	- 454,4	- 427,5	- 401,4	- 396,6	- 373,6
Marketingkosten	- 201,4	- 200,7	- 245,5	- 266,3	- 286,6	- 312,6	- 340,5
Personalkosten	- 99,3	- 106,0	- 111,2	- 116,7	- 126,9	- 139,7	- 151,5
IT-Infrastruktur- und Hosting-Kosten	- 22,6	- 26,0	- 30,5	- 32,9	- 34,9	- 38,2	- 41,2
Administrative Kosten	- 7,5	- 12,8	- 13,9	- 14,9	- 15,9	- 17,5	- 19,0
VESOP	- 16,4	- 4,0	- 10,6	- 17,6	- 20,8	- 21,4	- 22,0
Vertriebs- und Verwaltungskosten	- 816,5	- 840,6	- 866,1	- 875,8	- 886,6	- 926,0	- 947,8

*bereinigt

Die Logistikkosten betreffen das Segment Commerce und sollen durch Optimierungsmaßnahmen im Logistikbereich von € 469,2 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 auf € 373,6 Mio. im letzten Planjahr 2031/31 sinken. Bezogen auf das Nettoverkaufsvolumen reduziert sich die Quote der Logistikkosten von rd. 24,6 % im Geschäftsjahr 2024/25 auf rd. 11,6 % im letzten Planjahr 2030/31. Die Logistikkosten unterscheiden sich in fixe und variable Kosten. Die variablen Logistikkosten betreffen dabei insb. die sogenannten Fulfillmentkosten, die im Wesentlichen Aufwendungen für die Ausgangslogistik, Retourenlogistik und für Zahlungsverkehr sowie Servicekosten umfassen. Diese Kosten sollen durch Effizienzmaßnahmen sowie die wachsende Relevanz des Marktplatzmodells sinken, da die daraus resultierenden Logistikaufwendungen im Materialaufwand ausgewiesen werden.

Die Marketingkosten sollen ausgehend von € 201,4 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 bis zum Ende des Planungszeitraums auf € 340,5 Mio. ansteigen. Der Anteil der sogenannten fixen Marketingkosten für Kampagnen soll dabei von € 23,8 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 auf € 74,7 Mio. im Planjahr 2030/31 steigen, da aufgrund der verbesserten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Branche wieder vermehrt Kampagnen für das Segment Commerce initiiert werden sollen. Weiterhin sind Aufwendungen für den Markteintritt des Segments SCAYLE in die USA geplant. Für die Neukundengewinnung sowie

die Reaktivierung von Kunden im Segment Commerce wird erwartet, die Kosten in Relation zum Nettoverkaufsvolumen von rd. 9,3 % im Geschäftsjahr 2024/25 auf rd. 8,3 % im Planjahr 2030/31 senken zu können. Insgesamt wird ein absoluter Anstieg dieser variablen, in Abhängigkeit von Regionen und Kundenkohorten geplanten Marketingkosten erwartet. Sie sollen von € 177,6 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 auf € 265,8 Mio. im letzten Planjahr 2030/31 steigen, wobei ein wesentlicher Anstieg auf die geplante Ausweitung des bestehenden Geschäfts in die Region CEE entfällt.

Der geplante Anstieg der Personalkosten von € 99,3 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 auf € 151,5 Mio. im Planjahr 2030/31 ist in erster Linie auf erhöhten Personalbedarf aufgrund der geplanten deutlichen Ausweitung des Nettoverkaufsvolumens zurückzuführen. Im Segment SCAYLE wird dabei ebenfalls ein steigender Personalbedarf zur Realisierung der deutlichen Umsatzausweitung erwartet. Gegenläufig für die Personalkosten wird die Hebung von Effizienzen eingeplant, so dass insgesamt die Aufwandsquote in Bezug auf das Nettoverkaufsvolumen von rd. 5,2 % auf rd. 4,7 % sinkt.

Durch die Ausweitung des Geschäftsvolumens in beiden Segmenten ist ein Anstieg der IT-Infrastruktur und Hosting-Kosten von € 22,6 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 auf € 41,2 Mio. im letzten Planjahr 2030/31 geplant.

Die administrativen Kosten sollen ausgehend von € 7,5 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 bis zum Ende des Planungszeitraums auf € 19,0 Mio. ansteigen. Sie betreffen im Wesentlichen die Aufwendungen für die Infrastruktur der Arbeitsplätze der Mitarbeiter und sonstige Verwaltungsaufwendungen.

Aus den anteilsbasierten Vergütungsprogrammen für Führungskräfte von ABOUT YOU resultieren die sog. Virtual Employee Stock Option Plans (VESOP)-Aufwendungen. Die unter Berücksichtigung der geplanten Zuteilungen und Bereinigung der als Sonderwert erfassten Vergütungsprogramme geplanten Aufwendungen steigen von € 16,4 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 auf € 22,0 Mio. im Planjahr 2030/31.

Die **sonstigen betrieblichen Erträge** bleiben im Planungszeitraum nahezu konstant gegenüber dem Geschäftsjahr 2024/25. Sie resultieren mit € 35,2 Mio. im letzten Planjahr aus aktivierten Eigenleistungen. Diese wurden aufgrund des hohen Reifegrads der vorhandenen Software nur leicht steigend von € 34,1 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 geplant. ABOUT YOU erwartet, dass für die bestehende Softwarestruktur künftig stattdessen vermehrt Modifikationen und Optimierungen sowie Instandhaltungen anfallen werden, die nicht aktivierungsfähig sind.

ABOUT YOU erwartet einen Anstieg der **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** um jährlich durchschnittlich rd. 4,5 % im Planungszeitraum auf insgesamt € 53,7 Mio. im letzten Planjahr. Dies bedeutet ein Absinken der Relation der sonstigen betrieblichen Aufwendungen bezogen auf das Nettoverkaufsvolumen von rd. 2,2 % im Geschäftsjahr 2024/25 auf rd. 1,7 % im letzten Planjahr 2030/31.

Aus der wie vorstehend beschriebenen Planung der einzelnen Ertrags- und Aufwandsposten resultiert im Ergebnis ein deutlicher Anstieg des geplanten **EBITDA** um durchschnittlich rd. 94,3 % pro Jahr im Planungszeitraum. Absolut soll das EBITDA dabei von € 4,6 Mio. auf € 246,3 Mio. gesteigert werden, die EBITDA-Marge soll von rd. 0,2 % im Geschäftsjahr 2024/25 auf rd. 11,2 % im Planjahr 2030/31 verbessert werden. Der deutliche Anstieg ist im Wesentlichen auf die geplante Ausweitung des margenträchtigen SCAYLE-Segments sowie den zunehmenden Anteil des Marktplatzmodells im Segment Commerce zurückzuführen. Darüber hinaus tragen umfangreich geplante Effizienzsteigerungen im Segment Commerce zur Verbesserung der EBITDA-Marge bei.

Die **Abschreibungen** resultieren im Wesentlichen aus den aktivierten Eigenleistungen sowie den aktivierten Leasingverträgen. Nach einem Anstieg der Abschreibungen im Planjahr 2027/28 auf € 82,0 Mio. gehen diese zum Ende des Planungszeitraums wieder auf ein Niveau von € 77,8 Mio. zurück. Der kurzfristige Anstieg der Abschreibungen ist auf hohe Abschreibungen bei den Nutzungsrechten sowie steigende Abschreibungen auf selbsterstellte Vermögenswerte zurückzuführen. Die Modernisierung von Distributionszentren, die nicht vom Betreiber getragen werden, wirken sich zum Ende des Planungszeitraums auf die Höhe der Abschreibungen aus.

Nach den im Referenzzeitraum durchgängig realisierten negativen Ergebnissen, plant ABOUT YOU ab dem Planjahr 2026/27 ein nachhaltig positives, im weiteren Planungsverlauf noch deutlich ansteigendes EBIT auf dann € 168,4 Mio. zum letzten Planjahr 2030/31 erreichen zu können.

Der Bewertungsgutachter hat für die geplanten Segmente eine Benchmarkanalyse hinsichtlich des Umsatzwachstums (vgl. Bewertungsgutachten Tz. 330 ff.) sowie der EBITDA-Marge (vgl. Bewertungsgutachten Tz. 351 ff.) vorgenommen. Mit dem geplanten Wachstum des Nettoverkaufsvolumens liegt das Segment Commerce oberhalb des Medians der Peer-Group-Unternehmen, das Umsatzwachstum eher am unteren Ende des für die Peer-Group-Unternehmen erwarteten Wachstums. Dies ist auf die unterschiedliche Ausprägung der Marktplatzmodelle bei den Peer-Group-Unternehmen zurückzuführen. Der Vergleich des Segments SCAYLE mit den Unternehmen der Peer Group zeigt ein deutlich darüberliegendes geplantes Umsatzwachstum.

Bezogen auf die EBITDA-Marge liegt diese im Segment Commerce zum Ende des Planungszeitraum 2030/31 oberhalb des Medians der EBITDA-Margen der Peer Group bis zum Jahr 2027. Im Segment SCAYLE liegt die EBITDA-Marge zum Ende des Planungszeitraums auf dem Niveau des Medians der Peer-Group-Unternehmen bis zum Jahr 2027.

Wenngleich die Aussagekraft der Benchmarkanalyse durch die unterschiedlichen Schwerpunkte in den Geschäftsmodellen zwischen ABOUT YOU und den Peer-Group-Unternehmen, insbesondere im Segment Commerce bezüglich des Marktplatzmodells, nur eingeschränkt ist, konnten wir die Aussagen grundsätzlich mit den Unternehmen unserer Peer Group bestätigen.

Nach Würdigung der Markt- und Wettbewerbsanalyse sowie der Vergangenheitsanalyse und der uns von der Gesellschaft gegebenen Erläuterungen zur Strategie und den beabsichtigten Maßnahmen ist die Planung plausibel abgeleitet. Für unsere Analysen standen uns auch weitere nach betriebswirtschaftlichen Kriterien aufgebaute interne Planungsunterlagen zur Verfügung.

4.4.1.5. Anpassungen der Planungsrechnung

Der Bewertungsgutachter hat die von der ABYHSE aufgestellte Planung für die Geschäftsjahre 2025/25 bis 2030/31 bis zum EBIT grundsätzlich unverändert übernommen.

Anpassungen wurden lediglich hinsichtlich des von ABYHSE geplanten Aufwands für die bestehenden Aktienoptionsprogramme vorgenommen: Der hierzu in den Planjahren 2025/26 bis 2027/28 ursprünglich erfasste Aufwand wurde eliminiert und stattdessen ein entsprechender Sonderwert im Rahmen der Bewertung berücksichtigt; wir verweisen auf Abschnitt 4.5. dieses Berichts.

Wir haben die Anpassungen des Bewertungsgutachters inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und halten sie für sachgerecht.

Zu den bewertungstechnisch durchgeführten Anpassungen des Finanzergebnisses und der Ertragsteuern des Unternehmens verweisen wir auf die folgenden Abschnitte.

4.4.1.6. Finanzergebnis

Das Finanzergebnis umfasst die Zinserträge und -aufwendungen, die sich aus dem aus der Bilanzplanung ergebenden Finanzbedarf und der Anlage liquider Mittel ergeben; weiter werden hier sonstiger Finanzaufwendungen sowie in geringem Umfang Währungsaufwendungen geplant.

Der Bewertungsgutachter hat dabei die Planung des Finanzbedarfs unter Berücksichtigung der Ausschüttungsprämissen fortgeschrieben.

Danach ergibt sich folgendes geplantes Finanzergebnis:

ABOUT YOU: Finanzergebnis in € Mio.	Ist 24/25	Plan 25/26	Plan 26/27	Plan 27/28	Plan 28/29	Plan 29/30	Plan 30/31
EBIT	- 66,3	- 29,1	2,1	36,7	85,5	129,2	168,4
Finanzergebnis	- 35,3	- 5,4	- 4,9	- 7,8	- 6,5	- 6,4	- 4,4
Außerordentliches Ergebnis	- 3,0	-	-	-	-	-	-
Ergebnis vor Steuern	- 104,6	- 34,6	- 2,8	28,9	79,0	122,8	164,0

Wir haben die Planung des Finanzergebnisses rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen. Die verzinslichen Bestände resultieren aus der integrierten Planung und sind insoweit konsistent abgeleitet. Die vom Bewertungsgutachter angesetzten Zinskonditionen wurden von uns in Stichproben geprüft und sind nicht zu beanstanden.

Insgesamt ist das Finanzergebnis sachgerecht abgeleitet.

4.4.1.7. Ertragsteuern des Unternehmens

Ausgehend vom Ergebnis vor Steuern werden folgende Ertragsteuern geplant:

ABOUT YOU: Ertragsteuern in € Mio.	Ist 24/25	Plan 25/26	Plan 26/27	Plan 27/28	Plan 28/29	Plan 29/30	Plan 30/31
Ergebnis vor Steuern	- 104,6	- 34,6	- 2,8	28,9	79,0	122,8	164,0
Steuern	- 2,1	-	-	- 3,5	- 9,4	- 14,2	- 18,3
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	- 106,7	- 34,6	- 2,8	25,4	69,6	108,7	145,8

Die Ermittlung der Ertragsteuern erfolgte grundsätzlich auf Basis der von ABOUT YOU geplanten Ergebnisse nach IFRS sowie der bewertungstechnischen Anpassungen des geplanten Finanzergebnisses durch den Bewertungsgutachter (vgl. Abschnitt 4.4.1.6. dieses Berichts).

Die Berechnung der Ertragsteuern in Deutschland erfolgte unter Berücksichtigung der Änderungen des Körperschaftsteuergesetzes (abschmelzender Körperschaftsteuersatz von 15 % (Veranlagungszeiträume bis einschließlich 2027) auf 10 % (Veranlagungszeitraum ab dem Jahr 2032)), jeweils zuzüglich des Solidaritätszuschlags in Höhe von 5,5 %. Die Gewerbesteuer wurde auf Basis des Hebesatzes von Hamburg in Höhe von 470 % berechnet. Bei der Ermittlung der Gewerbesteuer wurden aus Vereinfachungsgründen keine Hinzurechnungen und Kürzungen berücksichtigt.

Die bei der ABYVerSE bestehenden Verlustvorträge sowie die künftige steuerliche Optimierung durch Nutzung der bei der ABYHSE im Planungszeitraum entstehenden Verluste wurden dabei vom Bewertungsgutachter entsprechend berücksichtigt. Die in der Vergangenheit aufgebauten steuerlichen Verlustvorträge auf Ebene der ABYHSE

entfallen hingegen gemäß § 8c KStG durch die Übernahme durch die Zalando SE. Soweit auf dieser Basis zum Ende des Planungszeitraums unter Berücksichtigung der Konvergenzphase (vgl. Abschnitt 4.4.1.8. dieses Berichts) steuerlich nutzbare Verlustvorträge noch nicht verbraucht wurden, wurden diese mittels eines Sonderwerts im Rahmen der Bewertung werterhöhend berücksichtigt (vgl. Abschnitt 4.5. dieses Berichts).

Bezogen auf das geplante IFRS-Ergebnis vor Steuern ergeben sich für die Planungsphase effektive rechnerische Steuersätze von 0,0 % bis 12,1 %.

Wir haben die Ermittlung der geplanten Ertragsteuern inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und halten sie für sachgerecht abgeleitet und plausibel.

4.4.1.8. Ableitung der Ergebnisse für die Konvergenzphase sowie die Phase der ewigen Rente

Der Zeitraum der ewigen Rente stellt grundsätzlich auf ein nachhaltig im Durchschnitt erzielbares Ergebnisniveau ab. Insoweit ist das letzte Planjahr nicht unreflektiert für die Phase der ewigen Rente (nachfolgend auch „TV“ für „Terminal Value“ genannt) zu übernehmen, sondern diese ist unter Berücksichtigung gesonderter Analysen selbständig herzuleiten.

ABOUT YOU befindet sich zum Ende des Planungszeitraums noch nicht in einem sogenannten eingeschwungenen Zustand.

Zur Ableitung des nachhaltig im Durchschnitt erzielbaren Ergebnisses in der Phase der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter gesonderte Annahmen getroffen:

Im Rahmen einer Konvergenzphase von vier Jahren wird das **Umsatzwachstum** von rd. 2,1 % des letzten Planjahres des Detailplanungszeitraums auf die nachhaltig berücksichtigte Wachstumsrate von 1,5 % (vgl. Abschnitt 4.4.2.4. dieses Berichts) linear abgeschmolzen.

Im Rahmen seiner Analysen des geplanten Umsatzwachstums im Segment Commerce konstatiert der Bewertungsgutachter, dass bereits in der Vergangenheit der Anteil der Konsumenten, die online einkaufen, stark zugenommen hat. Dieser Trend soll sich bis zum Ende der Planungsperiode grundsätzlich weiter fortsetzen. Da wesentliches Wachstum im Segment Commerce jedoch in Ländern mit bisher niedriger E-Commerce-Penetration geplant wird, geht der Bewertungsgutachter davon aus, dass mit Erreichen eines hohen Penetrationslevels in diesen Regionen und einem weiter zunehmenden intensiven Wettbewerbsumfeld die Neukundengewinnung zunehmend erschwert wird, was letztlich zu moderateren Wachstumsraten in der langen Frist führen wird.

Das hohe geplante Wachstum des Segments SCAYLE im Detailplanungszeitraum basiert im Wesentlichen auf der strategischen geographischen Expansionsinitiative, insbesondere im US-amerikanischen Markt; ein konkreter Markteintrittsgewinn ist jedoch aktuell noch nicht realisiert worden. Entsprechend wird im Detailplanungszeitraum mit wesentlichen Neukundengewinnen geplant.

In Folge der grundsätzlich hohen Wechselkosten und der technischen und organisatorischen Komplexität besteht hier jedoch eine hohe Kundenbindung; dementsprechend ist langfristig nicht plausibel von nachhaltig weiter zunehmenden Kundengewinnen in einem grundsätzlich wettbewerbsintensiven Umfeld auszugehen. Der Bewertungsgutachter geht daher davon aus, dass künftiges Wachstum in erste Linie mit dem bestehenden Kundenstamm vor allem über Preisadjustierungen begründbar ist. Die daraus resultierenden langfristigen Wachstumserwartungen sind dementsprechend deutlich geringer als bei dem unterstellten Neukundengewinnen in der Detailplanungsphase.

Zur Ableitung einer **nachhaltigen EBITDA-Marge** hat der Bewertungsgutachter die Margen der von ihm ausgewählten Peer-Group-Unternehmen analysiert. Die Margen der Peer-Group-Unternehmen des Segments Commerce und des Segments SCAYLE wurden dafür mittels der Umsatzbeiträge gewichtet. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass belastbare längerfristige Prognosen der EBITDA-Margen der Wettbewerber mit zunehmendem Zeithorizont abnehmen. Ausgehend von einer Benchmarkgröße von rd. 7,0 % (Median im Jahr 2027) legt der Bewertungsgutachter die nachhaltige EBITDA-Marge für ABOUT YOU in Höhe von rd. 9,0 % für den Zeitraum der ewigen Rente fest. Dementsprechend wird die EBITDA-Marge von ABOUT YOU in Höhe von rd. 11,2 % des letzten Planjahrs innerhalb von drei Jahren in der Konvergenzphase auf diese nachhaltige Größe abgeschmolzen.

Ausgehend von dem so ermittelten nachhaltigen EBITDA wird das nachhaltige Finanzergebnis vom Bewertungsgutachter unter Fortschreibung der liquiden Mittel und verzinslichen Verbindlichkeiten, mithin aufgrund der sich aus der integrierten Planung ergebenden Finanzbedarfs, ermittelt, wobei für die liquiden Mittel ein Zinssatz von 3,0 % und für die verzinslichen Verbindlichkeiten ein Zinssatz von 4,1 % als nachhaltig angesetzt wurde.

Für die Berechnung der Ertragsteuern hat der Bewertungsgutachter in der Konvergenzphase zunächst die weitere steuermindernde Nutzung der noch nicht aufgebrauchten steuerlichen Verlustvorträge berücksichtigt und ab dem letzten Jahr der Konvergenzphase eine Konzernsteuerquote rd. 27,0 % angesetzt.

Im Rahmen eines Benchmarkvergleichs mit den Unternehmen der Peer Group ermittelte der Bewertungsgutachter eine nachhaltige Investitionsquote vor Berücksichtigung der zu aktivierenden Leasingvereinbarungen auf dem Niveau des letzten Planjahres in Höhe von 2,0 %.

Ausgehend vom letzten Jahr der Konvergenzphase wurde eine Fortschreibung in die Phase der ewigen Rente mit dem Wachstumsfaktor vorgenommen; wir verweisen hierzu auf Abschnitt 4.4.2.4. dieses Berichts.

Die Konvergenzphase sowie das nachhaltige Ergebnis für die Phase der ewigen Rente von ABOUT YOU stellen sich damit wie folgt dar:

ABOUT YOU: Ableitung der ewigen Rente in € Mio.	Plan	Konvergenzphase				TV
	30/31	31/32	32/33	33/34	34/35	ab 35
Net Merchandise Volume	3.215,0					
Umsatzerlöse	2.195,7	2.239,3	2.280,1	2.317,9	2.352,7	2.388,0
Materialaufwand	- 987,6	- 1.020,2	- 1.052,0	- 1.083,0	- 1.099,2	- 1.115,7
Rohertrag	1.208,2	1.219,1	1.228,1	1.235,0	1.253,5	1.272,3
Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten	- 947,8	- 970,1	- 991,4	- 1.011,5	- 1.026,6	- 1.042,0
Sonstige betriebliche Erträge	39,6	40,4	41,1	41,8	42,4	43,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 53,7	- 54,8	- 55,8	- 56,7	- 57,6	- 58,4
EBITDA	246,3	234,6	222,0	208,6	211,7	214,9
Abschreibungen	- 77,8	- 72,2	- 73,2	- 74,1	- 75,2	- 76,3
EBIT	168,4	162,4	148,9	134,5	136,5	138,6
Finanzergebnis	- 4,4	- 2,6	- 2,5	- 2,5	- 2,5	- 2,6
Ergebnis vor Steuern	164,0	159,9	146,3	132,0	134,0	136,0
Steuern	- 18,3	- 17,2	- 15,7	- 14,2	- 36,2	- 36,7
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	145,8	142,7	130,6	117,9	97,8	99,3
Umsatzwachstum		2,0%	1,8%	1,7%	1,5%	1,5%
Rohertragsmarge	55,0%	54,4%	53,9%	53,3%	53,3%	53,3%
EBITDA-Marge	11,2%	10,5%	9,7%	9,0%	9,0%	9,0%
EBIT-Marge	7,7%	7,3%	6,5%	5,8%	5,8%	5,8%
Steuerquote	-11,2%	-10,7%	-10,7%	-10,7%	-27,0%	-27,0%

Wir haben die Herleitung der Konvergenzphase sowie die erwarteten Ergebnisse in der Phase der ewigen Rente rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen.

ABOUT YOU hat seit seiner Gründung im Jahr 2014 ein starkes Umsatzwachstum abgebildet, aber dabei noch keine positiven Konzernergebnisse erzielt. Mit der Fokussierung auf Profitabilität bei gleichzeitig weiterem Wachstum erwartet ABOUT YOU hingegen bereits in den nächsten zwei Jahren, somit ab dem Planjahr 2026/27, nachhaltig positive Ergebnisse erzielen zu können.

Im Segment Commerce plant ABOUT YOU ein Wachstum des Nettoverkaufsvolumens mit 9,1 % jährlich im Durchschnitt oberhalb des Marktwachstums im E-Commerce-Mode-Markt. Wesentlich zum Wachstum soll dabei eine verbesserte Durchdringung der Märkte in Süd-Ost-Europa beitragen. In diesen Ländern liegt die Kaufkraft jedoch traditionell unterhalb der DACH-Region oder anderen Regionen im westlichen Europa.

Insofern ist in dieser Region von einem verschärften Wettbewerb durch chinesische Billiganbieter wie Shein oder Temu auszugehen. Auch der weitere Ausbau des Warenverkaufs in der DACH-Region erscheint angesichts des zunehmenden Wettbewerbs nicht nur durch chinesische Anbieter, sondern auch durch die Bestrebungen kleinerer Mode-Unternehmen über Online-Plattformen weitere Vertriebskanäle zu etablieren, nicht dauerhaft mit derart hohen Wachstumsraten möglich. Wettbewerbsverschärfend wirkt auch die zunehmende Vertikalisierung der Wertschöpfung von Social Media Plattformen hin zu Commerce-Modellen wie beispielsweise die Shop-Funktion auf TikTok.

Das im Segment SCAYLE geplante Wachstum wird im Wesentlichen durch den erfolgreichen Markteintritt in dem weltweit größten E-Commerce-Markt, den USA, begründet. Hier stehen bereits etablierte Unternehmen wie Shopify oder Salesforce in einem intensiven Wettbewerb um Kunden. SCAYLE ist in diesem Markt bisher nicht vertreten und hat entgegen den Erwartungen bis dato auch keinen Kunden akquiriert. Aufgrund der langen Kundenbindung an solche Plattform-Lösungen sind die Möglichkeiten, Kunden von anderen Wettbewerbern zu akquirieren, zudem begrenzt.

Durch umfangreich geplante Effizienzmaßnahmen soll die Profitabilität trotz des geplanten Wachstumspfads stetig verbessert und positive Margen dauerhaft erreicht werden.

Die in beiden Segmenten geplanten Verbesserungen durch Optimierungen führten zu Rohertragsmargen, die deutlich über dem betrachteten Vergangenheitszeitraum liegen. In der Konvergenzphase wird zwar ein leichtes Abschmelzen auf 53,3 % in der ewigen Rente unterstellt. Dieser Wert liegt jedoch immer noch deutlich oberhalb der Vergangenheit und des Mittelwerts von rd. 49,3 % im Detailplanungszeitraum.

Im Geschäftsjahr 2024/25 erzielte ABOUT YOU erstmals ein positives EBITDA in Höhe von rd. € 1,6 Mio. Im Detailplanungszeitraum wird dann ein deutlicher Anstieg, sowohl absolut als auch in Bezug auf die EBITDA-Marge geplant. Die EBITDA-Marge liegt mit 11,2 % im letzten Detailplanungsjahr deutlich oberhalb der Prognosen für Wettbewerber für die nähere Zukunft, ebenso die vom Bewertungsgutachter im nachhaltigen Ergebnis angesetzte EBITDA-Marge von 9,0 %.

Die geplante Entwicklung des EBIT zeigt im Vergleich zu den im Referenzzeitraum realisierten Werten sowie der dann in der ewigen Rente angesetzte EBIT-Marge ein grundsätzlich vergleichbares Bild.

Vor dem Hintergrund der vorstehenden Ausführungen halten wir das vom Bewertungsgutachter angesetzte nachhaltige Ergebnis für plausibel und angemessen. Hierbei ist auch zu berücksichtigen, dass in der Prognose der volkswirtschaftlichen und

branchenbezogenen Rahmenbedingungen keine exogenen Schocks/Krisen konkret eingeplant wurden, diese, wie die Vergangenheit zeigte, aber regelmäßig eintreten können und zu deutlichen Beeinträchtigungen des Geschäfts von ABOUT YOU bzw. dem im Übrigen geplanten Wachstumspfad führen können.

4.4.1.9. Ausschüttungsplanung

Nach IDW S 1 ist bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und nach rechtlichen Restriktionen zur Verfügung stehen. Für die Phase der ewigen Rente wird grundsätzlich angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.⁷⁸

Der Bewertungsgutachter hat für den Detailplanungszeitraum eine Ausschüttungsquote von 50 % des IFRS-Ergebnisses unterstellt. Die ersten Ausschüttungen werden somit ab dem Geschäftsjahr 2027/28 mit dem Erreichen positiver Ergebnisse berücksichtigt. Etwaige handelsrechtliche Ausschüttungssperren wurden nicht berücksichtigt.

Des Weiteren hat der Bewertungsgutachter unterstellt, dass Zahlungsmittel, die über den operativ notwendigen Mindestkassenbestand hinausgehen und nicht für Investitionen oder die planmäßige Tilgung von Darlehen benötigt werden, als Dividenden ausgeschüttet werden (im Folgenden auch „Überschussliquidität“ genannt). Bewertungstechnisch erfolgte dies durch fiktive Zurechnung dieser Beträge, nach Abzug der hälftigen Abgeltungssteuer, an die Aktionäre.

Für die anschließende Konvergenzphase und den dann folgenden Zeitraum der ewigen Rente wurde eine Ausschüttungsquote in Höhe von 50 % des Jahresergebnisses bei der Ermittlung des Ertragswerts nach persönlichen Steuern angesetzt.

Im Rahmen der Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse in der Phase der ewigen Rente wurde vom Bewertungsgutachter zudem zutreffend die erforderliche Anpassung zum Erhalt der nachhaltigen Kapitalstruktur berücksichtigt.

Wir halten das Vorgehen des Bewertungsgutachters für sachgerecht.

ABYHSE hat keine Ausschüttungen geplant.

⁷⁸ IDW, S 1, Tz. 37.

Auf handelsrechtlicher Ebene wurde im Eigenkapital der ABYHSE zum 28. Februar 2025 einen Bilanzverlust in Höhe von € 514,8 Mio. ausgewiesen. Soweit der Bewertungsgutachter trotz des Bilanzverlusts Ausschüttungen ansetzt, ist dies im Lichte der Angemessenheitsprüfung nicht zu beanstanden.

Soweit keine konkrete Verwendung der im Unternehmen thesaurierten Beträge erfolgt, können im Rahmen des Bewertungskalküls nach IDW S 1 thesaurierte Beträge den Aktionären unmittelbar fiktiv zugerechnet werden. Dieser Vorgehensweise liegt die Annahme zugrunde, dass Thesaurierungsbeträge durch das Unternehmen zum Kapitalisierungszins vor persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner und vor Unternehmenssteuern verwendet werden. Diese Beträge gehen nicht als zur Verfügung stehende Finanzmittel in das Finanzergebnis der Planungsrechnung ein. Der Bewertungsgutachter hat im Detailplanungszeitraum die Überschussliquidität den Anteilseigner fiktiv zugerechnet; dies ist vor dem Hintergrund des Finanzbedarfs der Gesellschaft nicht zu beanstanden.

Eine Orientierung an den Ausschüttungsquoten der Vergangenheit der Gesellschaft ist nicht möglich. Die ABYHSE erzielte auf Konzernebene im Referenzzeitraum der Geschäftsjahre 2022/23 bis 2024/25 keine positiven Jahresergebnisse; eine Dividendenausschüttung erfolgte nicht.

Ausgangsgröße zur Bemessung der Ausschüttungsquote in der ewigen Rente bilden Marktausschüttungsquoten. Alternativ kann sich eine engere Orientierung an einer Vergleichsgruppe von Unternehmen (Peer Group), welche auch der Bemessung der Alternativrendite (Betafaktor) zugrunde liegt, oder bei einer Börsennotierung des Bewertungsobjekts eine Orientierung an den unternehmensindividuellen Verhältnissen anbieten.

Die für die Konvergenzphase und den anschließenden Zeitraum der ewigen Rente angesetzte Ausschüttungsquote in Höhe von 50 % liegt innerhalb der am Kapitalmarkt beobachtbaren Bandbreite marktüblicher Ausschüttungsquoten von 40 % bis 60 %.⁷⁹ Er ist aus unserer Sicht insoweit als vertretbarer Ansatz nicht zu beanstanden. Eine Ausschüttungsquote in Höhe von 50 % liegt innerhalb der im Rahmen aktien- und umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen in der Rechtsprechung akzeptierten Bandbreite marktüblicher Ausschüttungsquoten für den Zeitraum der ewigen Rente.⁸⁰

⁷⁹ IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Abschnitt A, Tz. 280 m.w.N.

⁸⁰ OLG Frankfurt am Main v. 26. Januar 2017, 21 W 75/15; OLG Düsseldorf v. 27. Juni 2022, 26 W 13/18 [AktE].

Aus der Analyse der Unternehmen der Peer Group ergibt sich kein belastbarer alternativer Wert für die Ausschüttungsquote.

Damit ist die vom Bewertungsgutachter angesetzte Ausschüttungsquote aus unserer Sicht als vertretbarer Ansatz nicht zu beanstanden.

In Bezug auf die mögliche steuerfreie Einlagenrückgewähr aufgrund von Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagekonto verweisen wir auf den nachfolgenden Abschnitt 4.4.1.10. dieses Berichts.

4.4.1.10. Ertragsteuern der Anteilseigner

Der Wert eines Unternehmens wird durch die Höhe der Nettozuflüsse an den Investor bestimmt, die er zu seiner freien Verfügung hat. Diese Nettozuflüsse sind unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens sowie der aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner zu ermitteln.

Die Ertragsteuern der Anteilseigner werden im Rahmen der Bewertung einerseits bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Erträge und andererseits bei der Ermittlung der Alternativenanlage, abgebildet über den Kapitalisierungszins, berücksichtigt.

Die Höhe der Steuerbelastung richtet sich nach der Verwendung der erwirtschafteten Beträge. Soweit eine Ausschüttung an die Anteilseigner erfolgt, werden die Beträge mit der Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag belastet, im Ergebnis also mit 26,375 %.

Die fiktiv unmittelbar zugerechneten thesaurierten Beträge werden mit einem Steuersatz in Höhe der hälftigen Abgeltungsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag, mithin 13,1875 % belastet. Dem Abzug einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in dieser Höhe liegt die Annahme zugrunde, dass Anleger Kursgewinne infolge von Thesaurierungen weder kurzfristig realisieren noch die Wertpapiere unendlich lang halten werden. Der Ansatz einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 13,1875 % unterstellt vielmehr eine lange Haltedauer von über 25 Jahren.

Auch wenn keine empirischen Untersuchungen über die Haltedauer von Anlegern am deutschen Kapitalmarkt vorliegen, halten wir die bei der Bewertung der ABYHSE angesetzte Höhe der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung für nachvollziehbar. Zugunsten der außenstehenden Aktionäre wird von einer langen Haltedauer mit entsprechender Auswirkung auf die Höhe der effektiven Steuerbelastung ausgegangen.

Der Steuervorteil aufgrund des bestehenden steuerlichen Einlagekontos gem. § 27 KStG wurde vom Bewertungsgutachter im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts als

steuerliche Entlastung der Dividenden berücksichtigt. Gegenläufig wurden die Auswirkungen auf die steuerlichen Anschaffungskosten durch die steuerliche Einlagenrückgewähr berücksichtigt. Dieses Vorgehen ist dem Grunde nach sachgerecht, wenngleich bezüglich der Höhe des steuerlichen Nachteils abweichende Auffassungen möglich wären.

Für die Phase der ewigen Rente berücksichtigt der Bewertungsgutachter die Besteuerung inflationsbedingter Wertsteigerungen im Wachstumsabschlag, vgl. Abschnitt 4.4.2.4. dieses Berichts.

Wir halten die Vorgehensweise zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern für sachgerecht.

4.4.1.11. Ableitung der zu diskontierenden Nettoausschüttungen

Unter Berücksichtigung der vorstehenden Prämissen hat der Bewertungsgutachter folgende zu diskontierende Nettoausschüttungen zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 auf Ertragswertbasis abgeleitet:

ABOUT YOU: Nettoausschüttungen in € Mio.	Plan 25/26	Plan 26/27	Plan 27/28	Plan 28/29	Plan 29/30	Plan 30/31	Konvergenzphase					TV ab 35	
Nettoeinnahmen	- 34,6	- 2,8	25,4	69,6	108,7	145,8	142,7	130,6	117,9	-	-	97,8	99,3
Thesaurierung (echt)	-	-	7,8	14,8	12,1	-	-	-	-	-	-	2,0	2,0
Frei verfügbare Liquidität	10,2	0,8	17,7	54,7	96,6	155,0	149,7	137,8	125,1	-	-	95,8	97,3
Ausschüttungspotential	10,2	0,8	17,7	54,7	96,6	155,0	149,7	137,8	125,1	-	-	95,8	97,3
Ausschüttung aus Ergebnis	-	-	12,7	34,8	54,3	72,9	71,4	65,3	58,9	-	-	48,9	49,6
Persönliche Steuern auf echte Ausschüttung	-	-	1,7	4,6	7,2	14,4	18,8	17,2	15,5	-	-	12,9	13,1
Fiktive Zurechnung aus Thesaurierung	10,2	0,8	4,9	19,9	42,2	82,1	78,4	72,5	66,2	-	-	46,9	47,6
Persönliche Steuern auf fiktive Zurechnung aus Thesaurierung	- 1,3	- 0,1	- 0,7	- 2,6	- 5,6	- 10,8	- 10,3	- 9,6	- 8,7	-	-	- 6,2	- 6,3
Zu kapitalisierende Nettoausschüttungen	8,8	0,7	15,3	47,5	83,8	129,8	120,6	111,0	100,9	-	-	76,7	77,9

4.4.2. Analyse des Kapitalisierungszinssatzes

4.4.2.1. Vorbemerkungen

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der geplanten künftigen Ertragsüberschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Die Aufgabe des dabei zur Anwendung kommenden Kapitalisierungszinssatzes besteht zum einen darin, Beträge, die erst in der Zukunft realisiert werden, durch Diskontierung auf den Bewertungsstichtag gleichnamig zu machen. Zum anderen ist es die Aufgabe des Zinssatzes, dem Investor unter Berücksichtigung von Unsicherheit und immanentem Risiko einen Vergleich mit zur Verfügung stehenden laufzeitäquivalenten Alternativinvestitionen zu ermöglichen. Er reflektiert damit die Rendite einer für den Eigentümer des Bewertungsobjekts alternativen Investition, die im Hinblick auf die zeitliche Struktur, das Risiko und die Besteuerung ihrer finanziellen Überschüsse äquivalent zum Bewertungsobjekt angesehen wird.

Nach IDW S 1 wird der Kapitalisierungszinssatz aus (beobachtbaren) Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) abgeleitet, die bewertungsobjektspezifisch anzupassen sind. Bewertungstechnisch werden in Theorie und Bewertungspraxis die so erforderlichen Alternativrenditen aus der Rendite einer quasi-risikolosen Alternativanlage (Basiszins) ermittelt, die um einen der Investitionsentscheidung zuzumessenden bewertungsobjektspezifischen Risikozuschlag (Marktrisikoprämie und Betafaktor), die Ertragssteuerbelastung des Investors und einen Wachstumsabschlag korrigiert wird.

In den unter dem Datum vom 25. März 2020 sowie 20. März 2022 veröffentlichten Fachlichen Hinweisen des FAUB zu den „Auswirkungen der Ausbreitung des COVID-19-Virus auf Unternehmensbewertungen“ sowie zu den „Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen“ wird darauf hingewiesen, dass bisher keine Gründe für eine Änderung der Methodik zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes erkennbar sind.

Wir haben uns mit der Vorgehensweise des Bewertungsgutachters zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes wie folgt auseinandergesetzt:

4.4.2.2. Basiszins

Die Bemessung des Basiszinssatzes orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand. Bei der Ableitung einer quasi-risikolosen Alternativanlage ist zusätzlich zu beachten, dass diese auch fristenadäquat zu einer zeitlich unbegrenzten Unternehmensinvestition ist. Da solche Anleihen mit unbegrenzter Laufzeit am deutschen Kapitalmarkt nicht vorliegen, kann nach Empfehlungen des FAUB aus der zum Bewertungsstichtag beobachtbaren Zinsstrukturkurve eine Schätzung des Basiszinssatzes auf der Grundlage von aktuellen Zinsstrukturdaten abgeleitet werden.⁸¹

Der Bewertungsgutachter ermittelt unter Verwendung der veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank einen einheitlichen Basiszins in Höhe von 3,0 % vor persönlichen Ertragsteuern.

Wir haben den angesetzten Basiszins durch eigene Berechnungen entsprechend den Empfehlungen des FAUB anhand der Zinsstrukturkurve auf Grundlage der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank überprüft.

⁸¹ Vgl. IDW Life, Ausgabe 3/2022, S. 322 ff.

Bei den veröffentlichten Zinsstrukturdaten⁸² handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen (Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen) ermittelt werden.

Um kurzfristige Marktschwankungen sowie mögliche Schätzfehler insbesondere im Bereich der langfristigen Zinssätze zu glätten, haben wir eine Durchschnittsbildung vorgenommen. Hierzu wurden entsprechend der Empfehlung des FAUB Durchschnittsgrößen über einen Dreimonatszeitraum erhoben.

In der Bewertungspraxis wird in der Regel vereinfachend aus der Zinsstrukturkurve ein für alle Perioden einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet.

Für einen Dreimonatszeitraum vor Abschluss unserer Prüfungstätigkeit ergibt sich nach unseren Berechnungen nach der zuvor beschriebenen Methodik ein einheitlicher (unge-rundeter) Basiszinssatz in Höhe von 3,03 %.

Der aus den veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für die Ermittlung des einheitlichen Basiszinssatzes im Rahmen objektiver Unternehmensbewertungen abgeleitete Basiszins wird nach Empfehlungen des FAUB grundsätzlich auf $\frac{1}{4}$ %-Punkte (bei einem einheitlichen Basiszinssatz von weniger als 1,0 % auf $\frac{1}{10}$ %-Punkte) gerundet, um den Eindruck einer Scheingenauigkeit zu vermeiden.

Unter Berücksichtigung der berufsständischen Rundungsregeln auf $\frac{1}{4}$ %-Punkte ergibt sich nach unseren Berechnungen ein Basiszins von 3,0 %.

Zum Zeitpunkt der Hauptversammlung der ABYHSE sind unter anderem die aktuellen Zinskonditionen erneut zu ermitteln, um zu prüfen, ob sich aufgrund zwischenzeitlich eingetretener Zinsänderungen eine geänderte Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung ergibt.

Der mit 3,0 % ermittelte einheitliche Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern führt unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern im Rahmen der Bewertung zu einem einheitlichen Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 2,21 %.

⁸² Deutsche Bundesbank, Tägliche Zinsstruktur für börsennotierte Bundeswertpapiere, unter: <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/geld-und-kapitalmaerkte/zinssaetze-und-renditen/taegliche-zinsstruktur-fuer-boersennotierte-bundeswertpapiere-650724>.

4.4.2.3. Risikozuschlag

4.4.2.3.1. Vorbemerkungen

Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Chancen und Risiken verbunden, so dass sich die künftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostizieren lassen. Aus Sicht eines risikoaversen Anlegers hat ein unsicherer Zahlungsstrom einen geringeren Wert als ein sicherer Zahlungsstrom mit identischem Erwartungswert. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlagerisiko) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien (Risikozuschläge) auf den Basiszinssatz abgelden.

Zur Bemessung des Risikozuschlags wäre grundsätzlich auf die individuelle Risikopräferenz eines Anteilseigners abzustellen. Bei einer Vielzahl von Anteilseignern ist es praktisch unmöglich, die individuelle Risikoeinstellung jedes einzelnen Anteilseigners abzufragen. Daher ist es im Rahmen der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte üblich, zur Bemessung des Risikozuschlags auf Kapitalmarktmodelle zurückzugreifen. Hierdurch wird es möglich, die Risikopräferenz einer Vielzahl von Anlegern, die sich über Angebot und Nachfrage in den Preisen für Wertpapiere niederschlägt, abzubilden.

Die marktgestützte Ermittlung des Risikozuschlags erfolgt in Theorie und Bewertungspraxis sowie entsprechend IDW S 1 regelmäßig unter Anwendung des Capital Asset Pricing Model (CAPM). Das CAPM beruht auf einem Vergleich der unternehmensindividuellen Aktienrendite und der Rendite des Marktportfolios. Hiernach wird der unternehmensindividuelle Risikozuschlag als Produkt aus der sog. Marktisikoprämie und der unternehmensindividuellen Risikohöhe, dem sog. Betafaktor, berechnet.

4.4.2.3.2. Marktisikoprämie

Die Marktisikoprämie entspricht der Differenz aus der Rendite eines Marktportfolios und einer quasi-risikolosen Wertpapieranlage und stellt praktisch die vergütete Überrendite dar, die für die Anlage in riskanten Wertpapieren gegenüber quasi-risikolosen Anleihen vom Markt gewährt wird.

Die Ermittlung objektiver Unternehmenswerte beruht bei gesetzlichen Bewertungsanlässen entsprechend IDW S 1 auf einer Betrachtung nach persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner, da nur die Ertragsströme bewertungsrelevant sind, die den Anlegern tatsächlich zugutekommen. Als Anteilseigner wird dabei typisierend eine inländische, unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person unterstellt, die die Anteile im Privatvermögen hält.

Das CAPM berücksichtigt in seiner ursprünglichen Ausprägung keine persönlichen Ertragsteuern. Diese wirken sich aber auf die zu beobachtenden Aktienrenditen und damit die Marktrisikoprämie aus. Eine Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen erfolgt durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erweitert.

Zur Ableitung der Marktrisikoprämie werden in der Theorie und Bewertungspraxis insb. eine vergangenheitsorientierte Ermittlung anhand historischer Aktienmarktrenditen sowie eine zukunftsorientierte Ermittlung anhand impliziter Aktienmarktrenditen herangezogen.⁸³

Der Bewertungsgutachter hat für die Ermittlung des Ertragswerts eine **Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern** in Höhe von **5,5 %** angesetzt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

(1) Bandbreitenempfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft

Am 25. Oktober 2019 wurde die sog. „Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB“ veröffentlicht.⁸⁴ Hierdurch wurden die in den Hinweisen „zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung“ vom 19. September 2012⁸⁵ gegebenen vorherigen Bandbreitenempfehlungen zur Marktrisikoprämie auf eine Bandbreite von 5,0 % bis 6,5 % für die Marktrisikoprämie nach Steuern, im Mittel 5,75 %, angehoben. Grundlage der Bandbreitenschätzung des FAUB ist dabei eine Gesamtschau verschiedener Methoden zur Abschätzung der Marktrisikoprämie.

Auch nach der zuletzt veröffentlichten Berichterstattung über die 171. Sitzung des FAUB vom 29. Januar 2025 hält es der FAUB weiterhin für sachgerecht, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie an der am 25. Oktober 2019 veröffentlichten Bandbreitenempfehlung zu orientieren.

Die vom Bewertungsgutachter angesetzte Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern liegt unterhalb des Mittels der vom FAUB aktuell empfohlenen Bandbreite.

⁸³ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt A, Tz. 384 m.w.N.

⁸⁴ IDW, Neue Kapitalkostenempfehlung des FAUB vom 25. Oktober 2019, unter: <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>.

⁸⁵ IDW-Fachnachrichten Nr. 10/2012, S. 568 f.

(2) Rechtsprechung

In der Rechtsprechung wird betont, dass eine eindeutige Festlegung der Marktrisikoprämie nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften empirisch nicht möglich sei⁸⁶ bzw. dass es keine mit Eindeutigkeit festzustellende Marktrisikoprämie gebe.⁸⁷ Deshalb handele es sich bei der Marktrisikoprämie stets um eine mit Zweifeln behaftete Schätzung, deren tatsächliche Höhe nicht abschließend ermittelt werden könne und die dementsprechend trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt sei.⁸⁸

Bei dem FAUB handelt es sich aus Sicht der überwiegenden Rechtsprechung um ein anerkanntes Expertengremium. Danach sei es grundsätzlich nicht zu beanstanden, in Bezug auf etwaige ungeklärte Bewertungsfragen, insbesondere die Höhe der Marktrisikoprämie, den Empfehlungen dieses Gremiums zu folgen. Allerdings handele es sich nicht um rechtsverbindliche Regelungen, Gesetze oder sonstige Vorschriften.⁸⁹

Soweit für Bewertungsstichtage nach dem 25. Oktober 2019, mithin der Veröffentlichung der letzten Bandbreitenanpassung durch den FAUB, bekannt, wurde eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,75 %, also dem Mittelwert der aktuell vom FAUB empfohlenen Bandbreite, in jüngeren Beschlüssen in Spruchverfahren nicht beanstandet.⁹⁰

(3) Eigene Analysen

Die grundlegende Problematik der Analysen zur Marktrisikoprämie liegt – abgesehen von eher technischen Fragestellungen zur konkreten Berechnung – zum einen darin, dass die Marktrisikoprämie als Differenz von Markttrenditen und risikolosem Zins nur indirekt, d.h. über die Parameter Markttrendite und risikoloser Zins, ableitbar ist und

⁸⁶ Vgl. OLG Düsseldorf vom 14. Dezember 2017, I-26 W 8/15 [AktE]; OLG Düsseldorf vom 15. August 2016, I-26 W 17/13 [AktE]; OLG Düsseldorf vom 25. Mai 2016, I-26 W 2/15 [AktE]; OLG Karlsruhe vom 23. Juli 2015, 12a W 4/15; OLG Stuttgart vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08.

⁸⁷ Vgl. OLG Hamburg vom 8. September 2016, 21 W 36/15; OLG Karlsruhe vom 23. Juli 2015, 12a W 4/15; KG Berlin vom 19. Mai 2011, 2 W 154/08.

⁸⁸ Vgl. OLG Düsseldorf vom 14. Dezember 2017, I-26 W 8/15 [AktE]; OLG Düsseldorf vom 15. August 2016, I-26 W 17/13 [AktE]; OLG Hamburg vom 7. Juni 2011, 21 W 2/11; OLG Karlsruhe vom 18. Mai 2016, 12a W 2/15; vom 23. Juli 2015, 12a W 4/15.

⁸⁹ OLG München v. 14. Dezember 2021 – 31 Wx 190/20 Tz. 81, OLG München v. 9. April 2021 – 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19 Tz. 94 m.w.N.

⁹⁰ OLG Frankfurt v. 9. Februar 2024, 21 W 129/22; OLG Frankfurt v. 26. Mai 2023, 21 W 119/22; LG München v. 28. Juni 2024, 5 HK O 15162/20; LG München v. 19. April 2024, 5 HK O 9734/22; LG Hamburg v. 21. Dezember 2023, 403 HKO 68/21; LG München 14. Dezember 2023, 5 HK O 11456/21; LG Hamburg v. 3. November 2023, 403 HK O 90/22; LG München v. 25. August 2023, 5 HK O 12034/21; LG München v. 30. Juni 2023, 5 HKO 12034/21; LG München v. 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22; LG Stuttgart v. 16. Mai 2023, 40 O 64/20 KfHSpruchG.

am Markt nicht unmittelbar gemessen bzw. beobachtet werden kann. Zum anderen ist für Zwecke der Unternehmensbewertung nicht die aus historischen Daten ableitbare Marktrisikoprämie relevant, vielmehr die künftig erwartete.

Wir haben vor diesem Hintergrund u.a. Analysen zu den tatsächlich erzielten historischen Marktrenditen des Composite DAX (im Folgenden auch „CDAX“ genannt) und zu den impliziten Marktrenditen auf Grundlage des DAX durchgeführt. Diese bestätigen grundsätzlich die vom Bewertungsgutachter empirisch festgestellte Bandbreite der durchschnittlichen Marktrenditen und eine Marktrisikoprämie in der abgeschätzten Höhe.

Auf Grundlage der vorstehenden Feststellungen und unserer Analysen ist in einer Gesamtschau die angesetzte Marktrisikoprämie in Höhe von 5,5 % zum relevanten Bewertungsstichtag ein angemessener Schätzer innerhalb einer vertretbaren Bandbreite.

4.4.2.3.3. Betafaktor

Die für ein Marktportfolio geschätzte Risikoprämie ist entsprechend dem CAPM im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Die unternehmensindividuelle Risikohöhe ermittelt sich aus der Korrelation der Rendite des Bewertungsobjekts zur Rendite des Marktportfolios und wird im sog. Betafaktor ausgedrückt.

Die auf Grundlage von Kapitalmarktdaten erhobenen Betafaktoren umfassen sowohl die operativen Risiken als auch die Finanzierungsrisiken eines Unternehmens. In der Bewertungspraxis ist es daher grundsätzlich üblich, zunächst einen sog. unverschuldeten Betafaktor zu ermitteln, der ausschließlich die operativen Risiken eines Unternehmens widerspiegelt (sog. „Unlevern“). Der Einfluss der Finanzierung auf die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse wird dann in einem zweiten Schritt unter Berücksichtigung der individuellen Verschuldungssituation des Bewertungsobjektes berücksichtigt (sog. „Relevern“).

Bei der Bewertung der ABYHSE wurde vom Bewertungsgutachter ein unverschuldeter Betafaktor in Höhe von 1,35 zugrunde gelegt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Eigener Betafaktor der ABYHSE

Für die ABYHSE ist es aufgrund der am Kapitalmarkt gebildeten Aktienkurse grundsätzlich möglich, Betafaktoren für die Vergangenheit zu berechnen; wir verweisen hierzu auf Abschnitt 3.3. dieses Berichts.

Der Bewertungsgutachter kommt zu dem Ergebnis, dass der Börsenkurs der ABYHSE keine sachgerechte Grundlage zur Ermittlung eines aussagekräftigen eigenen Betafaktors, ausgehend vom 7. März 2025, ist. Der Börsenkurs wurde maßgeblich durch das Übernahmeangebot beeinflusst und ist seit dessen Ankündigung am 11. Dezember 2024 von der Entwicklung des Marktes abgekoppelt. Ebenfalls zeigt der auf dieses Datum berechnete eigene Betafaktor ein sehr niedriges Bestimmtheitsmaß auf, weshalb er vom Bewertungsgutachter verworfen wird. Ergänzend ermittelt der Bewertungsgutachter ausgehend vom 11. Dezember 2024 den eigenen Betafaktor. Dieser statistisch belastbare Wert wird vom Bewertungsgutachter aufgrund der fehlenden zeitlichen Nähe zum Bewertungsstichtag jedoch nicht als alleinige Grundlage für die Ableitung des unternehmensspezifischen Risikos berücksichtigt.

Wir haben eigene Analysen zum Betafaktor der ABYHSE durchgeführt.

Die Ermittlung des historischen Betafaktors erfolgt grundsätzlich durch Regression zwischen Aktienrenditen und der Rendite eines Index als Schätzer für das Marktportfolio. Bei der Nutzung historischer Betafaktoren als Anhaltspunkt ist zu beobachten, dass diese je nach gewähltem

- Beobachtungszeitraum,
- Renditeintervall und
- Vergleichsindex

zum Teil stark schwanken und daher in Bezug auf die Abschätzung für die Unternehmensbewertung gegebenenfalls anzupassen sind.

Die Wahl des **Renditeintervalls** ist mit der Festlegung des **Beobachtungszeitraums** verbunden, da zur Ermittlung eines aussagekräftigen Betafaktors über eine Regressionsanalyse mindestens eine bestimmte Anzahl von Datenpunkten benötigt wird. Aufgrund schwankender Umsätze und möglicher Sondereinflüsse wird einerseits von der Verwendung täglicher Renditen abgeraten. Bei längeren Intervallen – etwa Monaten oder Jahren – können andererseits hingegen nur bei sehr langen

Beobachtungszeiträumen ausreichend viele Datenpunkte ermittelt werden. Diese bergen wiederum die Problematik in sich, dass aufgrund struktureller Brüche der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen oder der sich im Zeitablauf ändernden Unternehmensstrategie keine Vergleichbarkeit für die Zukunft unterstellt werden kann.

Wir haben für unsere Analysen zunächst auf Beobachtungszeiträume vor dem 7. März 2025 abgestellt. An diesem Tag wurde die Absicht der Zalando SE zur Durchführung eines umwandlungsrechtlichen Squeeze-Outs veröffentlicht, vgl. Abschnitt 3.2. dieses Berichts. Ergänzend haben wir für unsere Analysen auf Beobachtungszeiträume vor dem 11. Dezember 2024 abgestellt, den Tag, an dem die Absicht der Zalando SE zur Abgabe des Übernahmeangebots veröffentlicht wurde, vgl. ebenfalls Abschnitt 3.2. dieses Berichts.

Da die Aktie der ABYHSE erst seit dem 16. Juni 2021 an der Börse gehandelt wird, haben wir bei unseren Berechnungen ausgehend von den vorstehenden Stichtagen auf Beobachtungszeiträume von zwei und drei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen abgestellt.

Durch den **Vergleichsindex** soll das in der Theorie des CAPM unterstellte Marktportfolio näherungsweise abgebildet werden. Das Marktportfolio besteht modelltheoretisch aus allen weltweit vorhandenen riskanten Anlagemöglichkeiten, die mit ihrem Anteil am Marktwert des gesamten Portfolios gewichtet sind. Da es nicht beobachtbar ist, wird in der Praxis der Unternehmensbewertung auf einen möglichst breiten Aktienindex abgestellt. Hinsichtlich der Eignung unterschiedlicher Indizes besteht in Theorie und Bewertungspraxis keine Einigkeit. Die Bezugnahme auf einen breiten deutschen Index hat z.B. den Vorteil, Konsistenz zu den Analysen zur Ableitung der Marktrisikoprämie zu erlangen. Die Bezugnahme auf einen weltweiten Index hat z.B. den Vorteil, dass dieser relativ breiter und damit ggf. einem Marktportfolio im theoretischen Sinne angenäherter ist.

Als Vergleichsindex haben wir sowohl auf den CDAX als landesbreitesten Aktienindex in Deutschland als auch den MSCI ACWI Index, einen weltweiten Index, abgestellt.

Zur Beurteilung der Belastbarkeit eines ermittelten Betafaktors wird in Teilen von Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis auf den so genannten t-Test abgestellt, um die **statistische Signifikanz** des Betafaktors abzuleiten. Andere Literaturmeinungen⁹¹ lehnen die Bewertung der Belastbarkeit eines Betafaktors anhand des t-Tests ab. Der t-Test gibt Auskunft darüber, inwieweit die unabhängige Variable (Marktrendite) Einfluss auf die abhängige Variable (Aktienrendite) hat. Ein t-Wert für den jeweiligen Regressor

⁹¹ Vgl. z.B. Franken/Schulte, Beurteilung der Eignung von Betafaktoren mittels R^2 und t-Test: Ein Irrweg?, WPg 2010, S. 1110 ff.

(Rendite des Aktienindex) wird empirisch aus dem Regressionskoeffizienten Betafaktor und dessen Standardfehler berechnet.

In der Bewertungspraxis wird die statistische Signifikanz von Betafaktoren oftmals auch anhand des Bestimmtheitsmaßes R^2 überprüft. R^2 ist ein Maß für die Güte der statistischen Regression. Es beschreibt, welcher Teil der Aktienrendite durch die Marktrendite erklärt wird. Ein R^2 in Höhe von beispielsweise 0,4 bedeutet, dass ein Anteil von 40 % der Variation der Aktie durch den Markt erklärt wird.

Unabhängig von der Frage, ob die Heranziehung des t-Tests und die daraus abgeleitete statistische Signifikanz als Gütekriterium der Belastbarkeit eines Betafaktors geeignet sind, haben wir die ermittelten Betafaktoren der ABYHSE anhand des t-Tests auf statistische Signifikanz überprüft.

Die folgenden Tabellen zeigen die von uns ermittelten Betafaktoren der ABYHSE zum 7. März 2025:

ABYHSE: Eigener Betafaktor zum 07.03.2024 2 Jahre, wöchentlich	Raw Beta	Beta (unv.)	R ²	t-Test
CDAX Index (Total Return)	1,43	1,20	0,07	signifikant
MSCI ACWI Index (Total Return)	0,83	0,72	0,02	nicht signifikant
Arithmetisches Mittel	1,13	0,96	0,04	

ABYHSE: Eigener Betafaktor zum 07.03.2024 3 Jahre, wöchentlich	Raw Beta	Beta (unv.)	R ²	t-Test
CDAX Index (Total Return)	1,67	1,46	0,12	signifikant
MSCI ACWI Index (Total Return)	1,24	1,10	0,05	signifikant
Arithmetisches Mittel	1,45	1,28	0,09	

Zum 11. Dezember 2024 ergeben sich folgende Ergebnisse:

ABYHSE: Eigener Betafaktor zum 11.12.2024 2 Jahre, wöchentlich	Raw Beta	Beta (unv.)	R ²	t-Test
CDAX Index (Total Return)	1,77	1,46	0,19	signifikant
MSCI ACWI Index (Total Return)	1,23	1,02	0,06	signifikant
Arithmetisches Mittel	1,50	1,24	0,12	

ABYHSE: Eigener Betafaktor zum 11.12.2024 3 Jahre, wöchentlich	Raw Beta	Beta (unv.)	R ²	t-Test
CDAX Index (Total Return)	1,68	1,47	0,20	signifikant
MSCI ACWI Index (Total Return)	1,35	1,19	0,08	signifikant
Arithmetisches Mittel	1,52	1,33	0,14	

Während die berechneten Betafaktoren, soweit statistisch signifikant, für die ABYHSE **zum 7. März 2025** zwischen 1,20 (zweijähriger Beobachtungszeitraum, Regression gegen den CDAX) und 1,46 (dreijähriger Beobachtungszeitraum, Regression gegen den

CDAX) bzw. 1,28 (arithmetisches Mittel bei dreijährigem Beobachtungszeitraum und Regression gegen CDAX und MSCI ACWI Index) liegen, ergeben sich **zum 11. Dezember 2024** arithmetische Mittel aus den Regressionen gegen die beiden Indizes zwischen 1,24 (zweijähriger Beobachtungszeitraum) und 1,33 (dreijähriger Beobachtungszeitraum). Hierbei ist festzustellen, dass insb. bei der Regression gegen den weltweiten Index die Bestimmtheitsmaße sehr niedrig bei unter 0,1 liegen.

Sowohl in der aktuellen Literatur als auch in der Bewertungspraxis und Rechtsprechung wird ergänzend bzw. an Stelle der statistischen Gütekriterien auf die **Liquidität** der betrachteten Aktie abgestellt, wenn die Eignung eines Betafaktors beurteilt werden soll.⁹²

Wir haben daher für die Aktien der ABYHSE eine Liquiditätsanalyse durchgeführt. Hierbei haben wir ausgehend vom 7. März 2025 bzw. ergänzend ausgehend vom 11. Dezember 2024, getrennt nach Jahresscheiben, für einen Zeitraum von drei Jahren folgende Liquiditätskennziffern ermittelt:

- Relation aus Tagen mit Handel der Aktie der Gesellschaft zu möglichen Börsentagen
- Relative Geld-/Briefspanne (Bid-Ask-Spread) im arithmetischen Mittel
- Täglicher Handelsumsatz in Euro im arithmetischen Mittel

Ebenfalls haben wir die entsprechenden Liquiditätskennziffern für einen dreimonatigen Zeitraum vor dem jeweiligen Stichtag ermittelt.

Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse der Liquiditätsanalyse ausgehend vom 7. März 2025:

ABYHSE: Liquiditätskennziffern zum 07.03.2025	3 Monate 06.03.2025 bis 07.12.2024	06.03.2025 bis 07.03.2024	Jahresscheiben		3 Jahre 06.03.2025 bis 07.03.2022
			06.03.2024 bis 07.03.2023	06.03.2023 bis 07.03.2022	
Handelstage in % der Börsentage	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Ø Bid-Ask Spread pro Tag in %	0,33%	0,94%	0,99%	0,63%	0,86%
Handelsumsatz pro Tag in €	3.049.756	976.194	436.616	1.377.071	930.945

⁹² Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, S. 167 ff.; OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08; OLG Stuttgart, 17. März 2010, 20 W 9/08.

Zum 11. Dezember 2024 ergeben sich folgende Ergebnisse:

ABYHSE: Liquiditätskennziffern zum 11.12.2024	3 Monate 10.12.2024 bis 11.09.2024	10.12.2024 bis 11.12.2023	Jahresscheiben		3 Jahre 10.12.2024 bis 11.12.2021
			08.12.2023 bis 12.12.2022	09.12.2022 bis 13.12.2021	
Handelstage in % der Börsentage	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Ø Bid-Ask Spread pro Tag in %	1,35%	1,20%	0,82%	0,58%	0,87%
Handelsumsatz pro Tag in €	361.300	353.478	558.432	1.883.903	931.938

Wenngleich es keine abschließenden Vorgaben für absolute Grenzwerte der betrachteten Liquiditätskennziffern in Literatur und Rechtsprechung gibt, liegen die ermittelten durchschnittlichen relativen Bid-Ask-Spreads in Teilen oberhalb der Grenze, die nach der Rechtsprechung des Landgerichts München in vergleichbaren Fällen als noch vertretbar eingestuft wurde.⁹³

Bei der Beurteilung des eigenen Betafaktors ist zu berücksichtigen, dass mit Ankündigung des Übernahmeangebots der Börsenkurs der ABYHSE durch den Angebotspreis bestimmt wurde. Damit war die Börsenkursentwicklung von der allgemeinen Marktentwicklung abgekoppelt und es war insoweit nicht mehr davon auszugehen, dass der Börsenkurs als Grundlage zur Ableitung des systematischen Risikos der Gesellschaft aussagekräftig war.

Vor dem Hintergrund der Feststellungen zum eigenen Betafaktor erachten wir es als erforderlich, zur Abschätzung des Betafaktors als Maßgröße des systematischen Risikos von ABOUT YOU ergänzend eine Peer-Group-Analyse durchzuführen.

Peer-Group-Analyse

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir in einem ersten Schritt die **Peer-Group-Analyse des Bewertungsgutachters** analysiert.

Der Bewertungsgutachter hat zur Ermittlung des Betafaktors zunächst im Rahmen eines strukturierten Prozesses auf Grundlage der Daten des Finanzinformationsdienstleisters S&P Capital IQ und unter Anwendung einer Scoring-Analyse Unternehmen identifiziert, deren Tätigkeitsfelder und Risikofaktoren, die Geschäftstätigkeit sowie die regionale Ausrichtung von ABOUT YOU widerspiegeln. Hierbei hat er zwischen den Segmenten Commerce und SCAYLE differenziert. Insgesamt weist seine Peer Group für das Segment Commerce 11 börsennotierte Vergleichsunternehmen auf dem Gebiet E-Commerce-Händler mit einem Fokus auf den Vertrieb von Kleidung direkt an ihre Endkunden aus. Die Peer Group für das Segment SCAYLE weist insgesamt 12 börsennotierte Vergleichsunternehmen auf dem Gebiet Entwicklung und Umsetzung digitaler

⁹³ LG München v. 2. Dezember 2016 - 5 HK 5781-15 oder v. 30. Juni 2017 – 5 HK 13182/15.

Geschäftsmodelle sowie den Ausbau des Onlinevertriebs über digitale Plattformen aus. Die Vergleichsunternehmen sind überwiegend in Westeuropa und Nordamerika ansässig und tätig. Die rechnerische Ableitung der Betafaktoren für die Unternehmen der Peer Groups erfolgte vom Bewertungsgutachter über Beobachtungszeiträume von zwei bzw. 5 Jahren bei wöchentlichen bzw. monatlichen Renditeintervallen, ausgehend vom 1. August 2025. Der Bewertungsgutachter stellt auf sog. raw-Betafaktoren ab und führt die Regressionsanalysen jeweils gegen breite lokale Indizes durch. Ausgehend von den in der Vergangenheit beobachteten (verschuldeten) Betafaktoren wurden unverschuldete Betafaktoren unter der Annahme unsicherer steuerlicher Vorteile der Fremdfinanzierung sowie nicht risikolosem Fremdkapital berechnet.

Der Bewertungsgutachter hat hierbei nur Peer-Group-Unternehmen berücksichtigt, deren zugrunde liegende Aktien einen ausreichend hohen Free Float – also die im freien Handelsverkehr verfügbaren Aktien – aufweisen. Zudem musste das tägliche Handelsvolumen im Verhältnis zum Free Float angemessen hoch sein und der Bid-Ask-Spread auf einem niedrigen Niveau liegen. Ebenso wurden nur solche Aktien einbezogen, deren Kurse nicht wesentlich durch außerordentliche, nicht wertbezogene Ereignisse beeinflusst wurden. Dadurch sollte eine eingeschränkte Liquidität bzw. Marktgängigkeit ausgeschlossen und die Belastbarkeit der Betafaktoren sichergestellt werden. Ergänzend hat der Gutachter in seinen Analysen ausschließlich Betafaktoren berücksichtigt, die ein Bestimmtheitsmaß (R^2) von über 0,1 aufwiesen.

Die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters ist nachvollziehbar, methodisch schlüssig und wurde von uns in Stichproben rechnerisch und in Bezug auf die verwendeten Rohdaten verifiziert. Der vom Bewertungsgutachter auf diesem Weg ermittelte Betafaktor ist im Ergebnis nicht zu beanstanden.

Vor dem Hintergrund, dass einheitliche Vorgaben hinsichtlich der Auswahlkriterien möglicher Peer-Group-Unternehmen sowie der spezifischen Ermittlung der Betafaktoren in Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis nicht vorliegen, haben wir ergänzend und unabhängig vom Vorgehen des Bewertungsgutachters in einem zweiten Schritt **eigene Analysen zur Höhe eines angemessenen Betafaktors auf Grundlage einer möglichen Peer Group** vorgenommen.

Im Rahmen unserer Analysen konnten wir kein einzelnes börsennotiertes Unternehmen mit einem in jeder Hinsicht zur ABYHSE vergleichbaren Geschäftsmodell identifizieren. Wir haben daher unsere Analysen ebenfalls auf Peer-Group-Unternehmen bezogen, die die Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren auf die Geschäftstätigkeit der ABYHSE widerspiegeln. Wir haben unter Verwendung der Datenbank von S&P Capital IQ potenziell vergleichbare börsennotierte Unternehmen recherchiert und diese zu einer sog. Long

List verdichtet. Dabei haben wir auch Angaben von ABYHSE bezüglich möglicher Wettbewerber berücksichtigt. Die Unternehmen der Long List wurden auf hinreichende Liquidität im Aktienhandel geprüft. Die danach verbliebenen Unternehmen bilden die sog. Short List und wurden einer detaillierteren Analyse ihrer Geschäftsmodelle und ihrer Vergleichbarkeit mit der ABYHSE unterzogen. Unsere Analysen haben wir ebenfalls nach den Segmenten Commerce und SCAYLE differenziert durchgeführt.

Auf Grundlage dieses Vorgehens haben wir insgesamt 7 Unternehmen für das Segment Commerce und 8 Unternehmen für das Segment SCAYLE in Bezug auf die operativen Risiken als vergleichbar identifiziert. Da die von uns identifizierten Unternehmen aus unserer Peer-Group-Analyse von der Peer-Group-Analyse des Bewertungsgutachters mit umfasst werden, verweisen wir insoweit auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten zu diesen Unternehmen.

Abweichend von den Analysen des Bewertungsgutachters haben wir die Unternehmen Giglio.com S.p.A., Global Fashion Group S.A., Spartoo SAS, SRP Groupe S.A., Avensia AB, Intershop Communications Aktiengesellschaft und Itim Group Plc nicht in unsere Peer Group einbezogen, da diese Unternehmen auf Basis unserer Analysen über keinen ausreichend liquiden Aktienhandel hinsichtlich der jeweilig zugrunde liegenden Aktien verfügen. Darüber hinaus haben wir die SAP SE nicht in unsere Peer Group einbezogen. Zwar tritt die SAP SE mit seiner E-Commerce-Plattform grundsätzlich als Wettbewerber des Geschäftsbereichs SCAYLE auf; das zugrunde liegende Geschäftsmodell der SAP SE ist jedoch insgesamt deutlich breiter ausgerichtet. Der Schwerpunkt der SAP SE liegt auf ERP-Lösungen zur Digitalisierung und Steuerung zentraler Geschäftsprozesse in den Bereichen Finanzen, Personalwesen, Supply Chain, Fertigung und Einkauf.

Wir haben auf Beobachtungszeiträume von zwei bis fünf Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen und fünf Jahren mit monatlichen Renditeintervallen abgestellt. Die Ermittlung der Betafaktoren wurde auf den 1. August 2025 durchgeführt. Wir stellen auf sog. raw-Betafaktoren ab.

Im Rahmen unserer Analysen haben wir nur Betafaktoren berücksichtigt, die im Hinblick auf die Liquidität der zugrunde liegenden Aktie aussagekräftig sind. Bezüglich der verwendeten Indizes haben wir – insoweit ebenfalls entsprechend der Vorgehensweise zur Ermittlung des eigenen Betafaktors des Bewertungsobjekts – sowohl auf einen möglichst breiten lokalen Index als auch auf den MSCI ACWI Index abgestellt.

Ausgehend von den aus den beobachtbaren Aktienkursverläufen ableitbaren verschuldeten Betafaktoren haben wir unter der Annahme unsicherer steuerlicher Vorteile der

Fremdfinanzierung sowie nicht risikolosem Fremdkapital unverschuldete Betafaktoren berechnet.

Als Ergebnis unserer Analyse haben wir für die Peer Group des Segments Commerce folgende **unverschuldete** Betafaktoren ermittelt:

Nr.	Unternehmen	Sitzland	2 Jahre,		3 Jahre,		4 Jahre,		5 Jahre,		5 Jahre, monatlich	
			lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI
1.	ASOS Plc	Großbritannien	0,85	0,85	1,18	1,01	1,38	1,15	1,25	1,19	1,87	1,78
2.	Zalando SE	Deutschland	1,20	0,87	1,58	1,08	1,56	1,11	1,46	1,16	1,41	1,16
3.	Revolve Group, Inc.	USA	2,26	2,12	2,28	2,23	2,13	2,25	2,01	2,05	2,13	2,43
4.	Boozt AB (publ)	Schweden	1,00	0,94	1,35	1,09	1,25	1,07	1,29	1,26	1,55	1,94
5.	boohoo group plc	Großbritannien	1,17	1,10	1,37	1,34	1,56	1,36	1,21	1,29	1,58	1,85
6.	Answer.com S.A.	Polen	0,39	0,59	0,36	0,45	0,51	0,61				
7.	Stitch Fix, Inc.	USA	2,04	2,08	2,17	2,40	2,00	2,19	1,62	1,83	1,69	2,72
	Minimum		0,39	0,59	0,36	0,45	0,51	0,61	1,21	1,16	1,41	1,16
	Arithmetisches Mittel		1,27	1,22	1,47	1,37	1,49	1,39	1,47	1,46	1,70	1,98
	Median		1,17	0,94	1,37	1,09	1,56	1,15	1,37	1,28	1,64	1,90
	Maximum		2,26	2,12	2,28	2,40	2,13	2,25	2,01	2,05	2,13	2,72

*Die Betafaktoren in den schraffierten Zellen wurden ausgeschlossen aufgrund von mangelnder Liquidität der zugrundeliegenden Aktien

Für die Peer Group des Segments SCAYLE stellen sich die **unverschuldete** Betafaktoren wie folgt dar:

Nr.	Unternehmen	Sitzland	2 Jahre,		3 Jahre,		4 Jahre,		5 Jahre,		5 Jahre, monatlich	
			lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI
1.	BigCommerce Holdings, Inc.	USA	1,56	1,43	1,76	1,68	1,82	1,76	1,82	1,91	0,96	1,36
2.	GoDaddy Inc.	USA	1,04	1,09	1,03	1,10	0,98	1,06	0,88	1,01	0,93	0,88
3.	Shopify Inc.	Kanada	2,70	2,61	2,54	2,67	2,58	2,99	2,47	2,82	2,69	3,01
4.	VTEX	Kaimaninseln	0,76	0,97	1,11	1,25	1,45	1,55				
5.	Global-E Online Ltd.	Israel	1,88	1,83	1,70	2,00	1,75	2,23				
6.	HubSpot, Inc.	USA	1,52	1,72	1,61	1,84	1,75	1,99	1,70	2,02	1,43	1,91
7.	Salesforce, Inc.	USA	1,34	1,55	1,38	1,66	1,37	1,66	1,31	1,65	0,89	1,37
8.	Wix.com Ltd.	Israel	1,33	1,52	1,34	1,53	1,59	1,50	1,73	1,48	1,28	1,12
	Minimum		0,76	0,97	1,03	1,10	0,98	1,06	0,88	1,01	0,89	0,88
	Arithmetisches Mittel		1,52	1,59	1,56	1,71	1,66	1,84	1,65	1,82	1,36	1,61
	Median		1,43	1,53	1,50	1,67	1,67	1,71	1,71	1,78	1,12	1,36
	Maximum		2,70	2,61	2,54	2,67	2,58	2,99	2,47	2,82	2,69	3,01

*Die Betafaktoren in den schraffierten Zellen wurden ausgeschlossen aufgrund von mangelnder Liquidität der zugrundeliegenden Aktien

Die auf Grundlage der von uns durchgeführten Peer-Group-Analyse ermittelten unverschuldeten Betafaktoren für die Peer Group Commerce **gegen lokale Indizes** liegen in einer Bandbreite von 1,27 bis 1,70 (arithmetische Mittelwerte) bzw. 1,17 bis 1,64 (Mediane). Für die Peer Group SCAYLE ergeben sich arithmetische Mittelwerte in der Bandbreite von 1,36 bis 1,66 und Mediane in der Bandbreite 1,12 bis 1,71. Bei der Regression **gegen den MSCI ACWI Index** ergeben sich entsprechende Bandbreiten von 1,22 bis 1,98 (arithmetische Mittelwerte) bzw. 0,94 bis 1,90 (Mediane) für die Peer Group Commerce und von 1,59 bis 1,84 (arithmetische Mittelwerte) bzw. 1,36 bis 1,78 (Mediane) für die Peer Group SCAYLE. Der vom Bewertungsgutachter angesetzte unverschuldete Betafaktor liegt damit tendenziell unterhalb des arithmetischen Mittelwerts/Medians einer aus unserer Peer-Group-Analyse erhobenen Bandbreite vertretbarer unverschuldeter Betafaktoren.

Hierbei ist zu berücksichtigen, dass der Betafaktor grundsätzlich kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert ist, sondern ein unter Berücksichtigung der unternehmensspezifischen Risikostruktur durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert.⁹⁴ Es geht darum, die in der Planung der Gesellschaft zum Ausdruck kommenden zukünftig erwarteten finanziellen Überschüsse mit einem dazu passenden Zins zu diskontieren. Der Betafaktor ist somit zukunftsbezogen zu schätzen. Hierbei wird in der Bewertungspraxis bei seiner Ermittlung als Ausgangsgröße der Prognose auf beobachtbare Vergangenheitswerte zurückgegriffen.⁹⁵

In der Gesamtschau ist der vom Bewertungsgutachter angesetzte unverschuldete Betafaktor in Höhe von 1,35 vor diesem Hintergrund und unter Berücksichtigung der durchgeführten Analysen zum eigenen Betafaktors und der Peer Group angemessen.

4.4.2.4. Wachstumsabschlag

Bei der im Rahmen der Bewertung verwendeten Phasenmethode ist das Wachstum der bewertungsrelevanten finanziellen Überschüsse in den erwarteten Entwicklungen der Detailplanungsphase bereits abgebildet.

Jenseits des Detailplanungszeitraums können rein realwirtschaftliche Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren i.S.e. operativen Wachstums (Unternehmensoptimierungen und Kapazitätserweiterungen) sowie rein nominale, d.h. durch Preisveränderungen bedingte Entwicklungen (inflationsbedingtes Wachstum), ursächlich für ein weiteres Wachstum sein.

In der Phase der ewigen Rente erfolgt die Berücksichtigung des Wachstums finanzmathematisch grundsätzlich durch einen Abschlag beim Kapitalisierungszins (Wachstumsabschlag).

Ausgehend von einem nachhaltig eingeschwungenen Zustand (vgl. Abschnitt 4.4.1.8. dieses Berichts) verbleiben als nachhaltige Wachstumsquellen im Wesentlichen Effekte aus Kapazitätserweiterungen sowie der unternehmensspezifischen Inflation.

Durch die unmittelbare Zurechnung der nachhaltig thesaurierten Beträge an die Anteilseigner (vgl. Abschnitt 4.4.1.9. dieses Berichts) wird das durch Thesaurierungen finanzierte rein operative Wachstum, mithin Kapazitätserweiterungen, berücksichtigt. Eine zusätzliche Berücksichtigung dieses operativen Wachstums im anzusetzenden Wachstumsabschlag scheidet somit aus.

⁹⁴ Großfeld/Egger/Tönnes, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Auflage, 2020, Rn. 817.

⁹⁵ IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt A, Tz. 403.

Werden wachstumsbedingte Effekte aus Unternehmensoptimierungen bereits in der Detailplanungsphase und solche aus Kapazitätserweiterungen in der Ewigen Rente durch die Abbildung einer fiktiven Vollausschüttung im Zähler des Bewertungskalküls erfasst, sind durch den anzusetzenden Wachstumsabschlag rein inflationsbedingte Wachstumseffekte zu erfassen.

Für die Bewertung der ABYHSE wurde durch den Bewertungsgutachter ein Wachstumsabschlag in Höhe von 1,5 % berücksichtigt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Zur Abschätzung der inflationsbedingten Wachstumseffekte kann die erwartete konsumorientierte Inflationsrate nur ein erster und sehr grober Anhaltspunkt sein. Erforderlich ist dazu die Abschätzung der Preissteigerungen, denen ABOUT YOU sowohl auf den Beschaffungs- als auch den Absatzmärkten unterliegt, mithin der unternehmensspezifischen Inflationsrate.

In ihrer jüngsten gesamtwirtschaftlichen Analyse die EZB ihre Verankerung der Inflationsrate auf rd. 2,0 % bekräftigt.⁹⁶ Die Prognosen des IMF für die Inflationsentwicklung in Deutschland in den nächsten 5 Jahren liegen mit 1,9 % bis 2,2 % leicht oberhalb des EZB-Ziels von 2,0 %, vgl. Abschnitt 4.3.1. dieses Berichts. Die implizit aus den Renditedifferenzen zwischen nominal festverzinslichen und inflationsgeschützten deutschen Staatsanleihen abgeleiteten mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen für Deutschland liegen nach unseren Analysen aktuell bei rd. 1,8 % bis rd. 1,9 % und damit leicht unterhalb der EZB-Zielgröße.

ABOUT YOU war in der Vergangenheit in der Lage Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite im Segment Commerce in gewissem Umfang an die Kunden weiterzugeben. Wesentliches Wachstum will ABOUT YOU in Süd-Ost-Europa erreichen, wo die Kaufkraft im Vergleich zur DACH-Region geringer ist und die Preissensitivität entsprechend höher. Auch die Erweiterung des Produktportfolios um preisgünstigere Waren spricht für eine Kundschaft mit einer erhöhten Preissensitivität. Aufgrund der hohen Preistransparenz im Online-Handel stehen die Verkaufspreise zudem in einem ständigen Wettbewerb mit anderen Anbietern, wobei der Preisdruck durch Anbieter sogenannter Fast Fashion stetig zunimmt. Chinesische Online-Händler erarbeiten sich mit aggressiven Preisstrategien eine Kundenbasis in Europa.

⁹⁶ Vgl. EZB, Pressemitteilung, August 2025.

Im Segment SCAYLE können Preissteigerungen im Rahmen bestehender Verträge grundsätzlich weitergegeben werden, werden jedoch bei Vertragsverlängerungen oder Neukundengewinnung zur Verhandlungsmasse. ABOUT YOU ist zudem aufgrund der Ausgestaltung der Lizenzverträge mit Erlösen in prozentualer Abhängigkeit vom Umsatz der Kunden, abgesichert durch vereinbarte Mindesterloße, auf den wirtschaftlichen Erfolg der Kunden und deren Fähigkeiten Preiserhöhungen durchzusetzen gebunden. Die Wachstumsbestrebungen in einem sehr kompetitiven Marktumfeld in den USA lassen nicht erwarten, dass alle Preissteigerungen vollumfänglich an die Kunden weitergegeben werden können.

Wesentliche Aufwendungen von ABOUT YOU resultieren neben der Beschaffung von Waren aus Personal, Marketingaufwendungen und IT-Dienstleistungen. Aktuell und auch absehbar ist qualifiziertes Personal ein Engpassfaktor, insbesondere im IT-Bereich. Vor diesem Hintergrund ist es plausibel anzunehmen, dass Kostensteigerungen auf der Absatzseite nur begrenzt weitergegeben werden können.

Auch wenn zu berücksichtigen ist, dass Wachstumsabschläge immer nur in Bezug auf den spezifischen Bewertungsfall konkretisiert werden, ist darauf hinzuweisen, dass in der Rechtsprechung in der Vergangenheit Wachstumsfaktoren in einer Bandbreite zwischen 0,5 % und 2,0 % als üblich erachtet wurden. Der angesetzte Wachstumsfaktor liegt auch innerhalb der in der Bewertungspraxis bei vergleichbaren Bewertungsanlässen in der Vergangenheit angesetzten Bandbreite.

Unter Berücksichtigung des durch die unmittelbare Zurechnung thesaurierter Beträge bedingten Wachstums sowie der im Wachstumsabschlag erfassten inflationsbedingten Wachstumseffekte lässt sich eine Gesamtwachstumsrate von über 7 % ermitteln, die in ihrer Konzeption und Struktur grundsätzlich mit entsprechenden empirisch beobachteten nominalen Wachstumsraten (z.B. langfristiges Gewinn-, Dividenden- oder Kurswachstum) vergleichbar ist.

Vor diesem Hintergrund halten wir den vom Bewertungsgutachter angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,5 % für angemessen.

Unter Berücksichtigung der Besteuerung inflationsbedingter Wertsteigerungen hat der Bewertungsgutachter einen Wachstumsabschlag nach Steuern in Höhe von 1,3 % ermittelt. Dieses Vorgehen ist methodisch nicht zu beanstanden und wird von der Rechtsprechung bestätigt.⁹⁷

⁹⁷ OLG München v. 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, OLG Frankfurt am Main v. 8. September 2020, 21 W 121/15.

4.4.2.5. Angesetzter Kapitalisierungszinssatz

Die bei der Bewertung der ABYHSE nach dem Ertragswertverfahren nach Steuern durch den Bewertungsgutachter angesetzten Kapitalisierungszinssätze ergeben sich damit wie folgt:

ABOUT YOU: Kapitalisierungszinssatz in € Mio.	Plan 25/26	Plan 26/27	Plan 27/28	Plan 28/29	Plan 29/30	Plan 30/31	Konvergenzphase				TV ab 35	
Basiszinssatz	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Persönliche Ertragsteuern auf Basiszinssatz	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%
Risikofreier Zins nach persönlichen Steuern	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%						
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta (verschuldet)	1,74	1,69	1,61	1,57	1,52	1,52	1,47	1,47	1,47	1,47	1,47	1,47
Risikozuschlag	9,55%	9,31%	8,87%	8,63%	8,34%	8,35%	8,06%	8,08%	8,10%	8,10%	8,10%	8,10%
Wachstumsabschlag nach persönlichen Steuern												-1,30%
Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern	11,76%	11,52%	11,08%	10,84%	10,55%	10,56%	10,27%	10,29%	10,31%	10,31%	10,31%	9,01%

Wir halten die vom Bewertungsgutachter durchgeführte Ableitung der periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze für konsistent und nachvollziehbar und im Ergebnis der Höhe nach sachgerecht.

4.4.3. Ableitung des Ertragswerts

Auf Basis der in Abschnitt 4.4.1.11. dieses Berichts dargestellten Nettozuflüsse an die Anteilseigner sowie des in Abschnitt 4.4.2.5. dieses Berichts dargestellten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatzes wurde der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 als Ertragswert der ABYHSE durch den Bewertungsgutachter wie folgt ermittelt:

ABOUT YOU: Ertragswert in € Mio.	Plan 25/26	Plan 26/27	Plan 27/28	Plan 28/29	Plan 29/30	Plan 30/31	Konvergenzphase				TV ab 35
Zu diskontierende Nettoausschüttung	8,8	0,7	15,3	47,5	83,8	129,8	120,6	111,0	100,9	76,7	77,9
Kapitalisierungszinssatz	11,76%	11,52%	11,08%	10,84%	10,55%	10,56%	10,27%	10,29%	10,31%	10,31%	9,01%
Barwertfaktor	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	4,0
Barwert	7,9	0,5	11,1	31,0	49,4	69,2	58,3	48,7	40,1	27,7	311,5
Ertragswert zum 28. Februar 2025	655,4										
Aufzinsung	1,0648										
Ertragswert zum 22. September 2025	697,9										

Wir haben die Ertragswertermittlung auf Grundlage eines eigenen Modells überprüft und halten sie für sachgerecht.

4.5. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Neben dem Ertragswert aus dem betriebsnotwendigen Vermögen werden im Rahmen der Ableitung des Unternehmenswerts der ABYHSE durch den Bewertungsgutachter verschiedene Sonderwerte ermittelt. Darüber hinaus hat der Bewertungsgutachter einen Sonderwert für die erwarteten unechten Synergien aus dem beabsichtigten Zusammenschluss von ABOUT YOU mit der Zalando SE berücksichtigt.

Aufgrund der zum Ende der Konvergenzphase noch bestehenden, grundsätzlich nutzbaren **steuerlichen Verlustvorträge** in Höhe von € 436,0 Mio. für Körperschaft und € 426,8 Mio. für Gewerbesteuer hat der Bewertungsgutachter durch Fortschreibung der Verlustverrechnung und Diskontierung auf den Bewertungsstichtag einen positiven Sonderwert in Höhe von € 32,5 Mio. ermittelt.

Die in den **Finanzanlagen** ausgewiesenen und nicht konsolidierten fünf Beteiligungen wurden vom Bewertungsgutachter mit dem höheren Wert aus dem Vergleich eines vereinfachend berechneten Multiplikator-Werts und dem Beteiligungsbuchwert als positiver Sonderwert in Höhe von insgesamt € 8,0 Mio. angesetzt.

Aus den zum Bewertungsstichtag bestehenden **Optionsprogrammen** für Mitarbeiter hat der Bewertungsgutachter einen Auszahlungsbetrag auf Basis eines Börsenkurses von € 6,50 ermittelt und auf den Bewertungsstichtag abgezinst. Daraus ergibt sich ein negativer Sonderwert in Höhe von € 29,2 Mio.

Durch die mehrheitliche Übernahme von ABOUT YOU durch die Zalando SE hat die OTTO-Group eine Finanzierungslinie in Höhe von € 97,5 Mio. gekündigt, die dann von Zalando SE zur Verfügung gestellt wurde. Es handelt sich um eine unbesicherte Finanzierung, für die eine **Bereitstellungsprovision** in Höhe von € 2,4 Mio. vereinbart wurde. In der Planungserstellung wurde von einem Fortbestehen der Finanzierungslinie ausgegangen, eine Bereitstellungsprovision wurde nicht berücksichtigt. Insofern ermittelt der Bewertungsgutachter einen negativen Sonderwert in Höhe der Bereitstellungsprovision.

Auf Basis von Informationen und Auswertungen zur geplanten Fusion von Zalando und ABOUT YOU hat der Bewertungsgutachter einen positiven **Sonderwert für Synergien** in Höhe von € 134,2 Mio. zum 22. September 2025 im Rahmen der Ermittlung des Unternehmenswerts berücksichtigt.

Ausgehend von dem im Zusammenhang mit der Ankündigung des Übernahmeangebots am 11. Dezember 2024 kommunizierten langfristigen möglichen Synergiepotenzials in Höhe von rd. € 100 Mio. haben wir uns im Rahmen der Prüfung den zur Identifikation und Bemessung möglicher Synergien eingerichteten „Workstream“ erläutern lassen.

Ausgehend von einer zunächst als „outside-in“ Betrachtung von Zalando im Zusammenhang mit der Kaufpreisfindung für die Aktienerwerbe stattgefundenen groben Abschätzung, wurden von den Verbundpartnern im weiteren Zeitablauf und in Abhängigkeit von den regulatorischen Beschränkungen mögliche Synergieziele identifiziert und quantifiziert. Die abgeschätzten Synergien resultieren im Wesentlichen aus den Bereichen Logistik, Zahlungsabwicklung, sowie der Zusammenarbeit im Bereich B2B und der generellen kommerziellen Zusammenarbeit. Zu weiteren Details verweisen wir auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten.

Die im Rahmen der Bewertung berücksichtigten Synergien betreffen sog. unechte Synergien, die sich auch ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegende Maßnahme realisieren lassen. Die insoweit insgesamt für die Verbundpartner identifizierten Synergiepotenziale wurden ABOUT YOU zu 50 % pauschal zugerechnet. Dieser vereinfachende Verteilungsschlüssel ist im Sinne der Angemessenheitsprüfung nicht zu beanstanden.

Wir haben den Wertansatz inhaltlich nachvollzogen. Vor dem Hintergrund der kommunizierten Synergiepotenziale, die sich in den hierzu vorgelegten Analysen spiegeln und der erst am 1. Juli 2025 erfolgten finalen regulatorischen Freigabe für den Zusammenschluss und der daraus resultierenden, in Teilen eingeschränkten, Konkretisierung ist der für die unechten Synergien ermittelte Sonderwert nicht zu beanstanden.

Auf Grundlage der Analyse der Jahres- und Konzernabschlüsse der ABYHSE zum 28. Februar 2025 sowie der erhaltenen Auskünfte der Gesellschaft haben wir keine Erkenntnisse über darüberhinausgehende Sonderwerte oder nicht betriebsnotwendiges Vermögen gewonnen.

4.6. Unternehmenswert auf Ertragswertbasis

Der als objektivierter Wert gem. IDW S 1 nach dem Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung von Sonderwerten und nicht betriebsnotwendigem Vermögen ermittelte Unternehmenswert der ABYHSE ergibt sich zum 22. September 2025 wie folgt:

ABOUT YOU: Unternehmenswert in € Mio.	22. September 2025
Ertragswert	697,9
Sonderwert aus Verlustvorträgen nach Konvergenzphase	32,5
Sonderwert aus nicht-konsolidierten Beteiligungen	8,0
Sonderwert ausstehende RSUs	- 29,2
Sonstige Sonderwerte	- 2,4
Summe	706,8
Sonderwert Synergien (unecht)	134,2
Unternehmenswert	841,0

Bezogen auf die Anzahl außenstehender Aktien (173.740.082, vgl. Abschnitt 4.1.1. dieses Berichts) ergibt sich ein Wert je Aktie zum 22. September 2025 in Höhe von € 4,84.

Wir haben die Durchführung der Bewertung der ABYHSE in allen wesentlichen Schritten insbesondere hinsichtlich der Ableitung der zu kapitalisierenden Erträge, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes und der Berechnung des Unternehmenswerts auf den Bewertungsstichtag nachvollzogen und durch eigene Analysen plausibilisiert.

Wir halten den als Ergebnis der im Bewertungsgutachten von ValueTrust dargestellten Vorgehensweise ermittelten Unternehmenswert der ABYHSE und Wert je Aktie für sachgerecht und angemessen.

4.7. Plausibilisierung des Unternehmenswerts

In der Bewertungspraxis ist es üblich, einen nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert mittels sog. Multiplikatorverfahren zu plausibilisieren.

Grundsätzlich handelt es sich auch bei diesen Verfahren um kapitalmarktorientierte Bewertungskonzepte. Der Grundgedanke der Multiplikatormethode ist, eine bei Vergleichsunternehmen (Peer Group) beobachtbare Bewertungsrelation (Multiplikator) auf das zu bewertende Unternehmen zu übertragen.⁹⁸

Die Auswahl der in der Literatur und Praxis zu findenden Multiplikatoren ist vielfältig. Hierbei wird zwischen so genannten Equity- und Entity-Multiplikatoren unterschieden.

⁹⁸ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt G, S.349 ff.

Equity-Multiplikatoren bilden den Marktpreis des Eigenkapitals unmittelbar ab. Entity-Multiplikatoren ermitteln zunächst den Marktpreis des gesamten investierten Kapitals; der Marktpreis des Eigenkapitals ergibt sich dann, indem vom Marktpreis des gesamten investierten Kapitals der Marktwert der Nettofinanzschulden des Bewertungsobjekts abgezogen wird.

Wir weisen darauf hin, dass einer Wertfindung über Multiplikatoren generell nur eine eingeschränkte Aussagekraft zukommt, da diese aus unsicheren Kennzahlen anderer Unternehmen abgeleitet werden, die mit dem Bewertungsobjekt teilweise nur eingeschränkt vergleichbar sind.

Ungeachtet dessen haben wir die vom Bewertungsgutachter u.a. zur Plausibilisierung des von ihm ermittelten Unternehmenswerts, vor Berücksichtigung von Synergien, durchgeführten Analysen nachvollzogen. Er berechnet sog. Trading-Multiplikatoren auf der Grundlage von operativen Free Cashflows und EBITDA. Die vom Bewertungsgutachter ermittelten Multiplikatoren auf Basis der börsennotierten Peer-Group-Unternehmen sind grundsätzlich nachvollziehbar, methodisch schlüssig abgeleitet und wurden von uns in Stichproben rechnerisch und in Bezug auf die verwendeten Rohdaten von S&P Capital IQ verifiziert. Der Bewertungsgutachter hat zudem eine Plausibilisierung des Unternehmenswerts auf Basis von vergangenen Transaktionen vorgenommen. Die hieraus abgeleiteten Multiplikatoren sowie die Auswahl der herangezogenen Transaktionen wurden von uns gewürdigt und stichprobenartig rechnerisch überprüft.

Darüber hinaus haben wir den vom Bewertungsgutachter ermittelten Unternehmenswert vor Berücksichtigung von Synergien mit einer eigenständigen Betrachtung von Trading-Multiplikatoren plausibilisiert. Hierbei haben wir auf EBITDA-Multiplikatoren für die von uns in Abschnitt 4.4.2.3.3 dargestellten Unternehmen der Peer Group abgestellt. Über den Kapitalmarktdatenanbieter S&P Capital IQ haben wir zunächst aktuell verfügbare Analysteneinschätzungen zu den Ergebnisgrößen der Vergleichsunternehmen für die Jahre 2026 bis 2027 abgerufen. In Bezug auf die Höhe der Marktkapitalisierung des jeweiligen Unternehmens der Peer Group haben wir auf einen Durchschnittswert über 30 Tage bis zum 1. August 2025 abgestellt, um möglichst eine zeitliche Konsistenz von Marktkapitalisierung und Analystenschätzungen zu erreichen. Die sich auf Grundlage der dargestellten Vorgehensweise resultierenden EBITDA-Multiplikatoren haben wir auf die äquivalenten Ergebnisgrößen des Bewertungsobjekts übertragen. Um eine Konsistenz zu den Unternehmen der Peer Group zu gewährleisten, haben wir die wertrelevante Bezugsgröße EBITDA um aktivierte Entwicklungskosten bereinigt. Nach der Anwendung der über die Peer Group abgeleiteten Multiplikatoren auf die bereinigte

Bezugsgröße je Geschäftsbereich der ABYHSE haben wir abschließend die ermittelten Sonderwerte (vgl. Abschnitt 4.5. dieses Berichts) addiert und so den Marktwert des Eigenkapitals der ABYHSE inklusive Sonderwerte berechnet.

In Abhängigkeit vom Referenzjahr ergeben sich bei der Anwendung von EBITDA-Multiplikatoren Unternehmenswerte auf Grundlage der Multiplikatoren in einer Bandbreite von rd. € 424 Mio. bis rd. € 710 Mio.; insoweit konnten wir das Ergebnis der Multiplikatorenanalyse des Bewertungsgutachters grundsätzlich bestätigen. Der vom Bewertungsgutachter auf Basis des Ertragswertverfahrens vor Berücksichtigung etwaiger Synergien ermittelte Unternehmenswert liegt somit innerhalb der von uns ermittelten Bandbreite aus den auf Basis von EBITDA-Multiplikatoren ermittelten Unternehmenswerten.

4.8. Börsenkurs

4.8.1. Börsenkurs als Wertuntergrenze

Im Rahmen der Ermittlung der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG ist in Anwendung des Beschlusses des BVerfG⁹⁹ der Verkehrswert von börsennotierten Aktien nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln. Das BVerfG fordert, dass ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben darf. Im Ergebnis ist die Abfindung so zu bemessen, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung erhalten hätten. Sofern der Ertragswert unter dem Börsenkurs liegt, ist grundsätzlich der Börsenkurs als Mindestgröße heranzuziehen, wobei auf einen geeigneten Durchschnittskurs abzustellen ist. Der Börsenkurs ist jedoch nicht heranzuziehen, wenn dieser nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Dies kann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktmenge der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder der Börsenpreis manipuliert worden ist.

Nach einem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 ist der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines dreimonatigen Referenzzeitraums vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu ermitteln.¹⁰⁰

Bezüglich der Berücksichtigung des Börsenkurses der ABYHSE als mögliche Wertuntergrenze einer angemessenen Abfindung haben wir nachfolgende Feststellungen getroffen:

Am 7. März 2025 veröffentlichte die ABYHSE eine Ad-Hoc-Mitteilung, wonach die Zalando SE sich mit Ende der weiteren Annahmefrist mehr als 90 % der Anteile der ABYHSE gesichert habe und die Durchführung eines Squeeze-Outs der Minderheitsaktionäre der ABYHSE beabsichtige.

Für den Dreimonatszeitraum vor dem 7. März 2025, d.h. vom 7. Dezember 2024 bis zum 6. März 2025 einschließlich, ermittelte die Bundesanstalt für

⁹⁹ BVerfG v. 27. April 1999, 1-BvR-1613/94.

¹⁰⁰ BGH v. 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09.

Finanzdienstleistungsaufsicht einen gültigen Mindestpreis nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG¹⁰¹ i.V.m. § 5 WpÜG-AngebotsVO¹⁰² in Höhe von € 6,50 je Aktie.

Im Referenzzeitraum vom 7. Dezember 2024 bis zum 6. März 2025 (einschließlich) mit 59 möglichen Handelstagen wurden die Aktien der ABYHSE an 59 Tagen gehandelt. Der volumengewichtete Tageskurs lag zwischen € 3,80 und € 6,70. Eine Aktienkursabweichung von mehr als 5 % von einem auf den nächsten Handelstag konnte lediglich vom 10. Dezember 2024 auf den Folgetag festgestellt werden.¹⁰³ Die Abweichung resultiert aus der Marktreaktion auf die Bekanntgabe des geplanten Übernahmeangebots am 11. Dezember 2024 über € 6,50 je Aktie (vgl. Abschnitt 3.2. dieses Berichts).

Damit ist festzustellen, dass die in § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO aufgeführten Kriterien für die Berücksichtigung von Börsenkursen eingehalten wurden.

Aufgrund der dargestellten Handelsaktivitäten sehen wir keine überzeugenden Anhaltspunkte dafür, den Börsenkurs nach den vorgenannten Kriterien des BVerfG und der darauffolgenden Rechtsprechung der Zivilgerichte als nicht maßgeblich zur Bestimmung der Abfindungsuntergrenze heranzuziehen. Eine Manipulation der Börsenkurse haben wir nicht festgestellt.

Der BGH¹⁰⁴ hält ein alleiniges Abstellen auf den durchschnittlichen Börsenkurs vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme dann nicht per se für sachgerecht, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. Dann soll der Börsenwert gegebenenfalls entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen sein.

Der Zeitraum zwischen dem 7. März 2025 und der beabsichtigten Hauptversammlung der ABYHSE am 22. September 2025 beträgt rd. 6,5 Monate.

Der BGH sah einen Zeitraum von siebeneinhalb Monaten als längeren Zeitraum an.

¹⁰¹ Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz.

¹⁰² Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots.

¹⁰³ Als Datengrundlage dieser Feststellungen dienten öffentlich einsehbare Handelsdaten der Internetseite „www.ariva.de“. Betreiber der Internetseite ist die ARIVA.DE AG, Kiel.

¹⁰⁴ BGH v. 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09.

Die instanzgerichtliche Rechtsprechung ist uneinheitlich.¹⁰⁵ So wurde ein Zeitraum von 7 Monaten und 8 Tagen als längerer Zeitraum angesehen, ein Zeitraum von weniger als 7 Monaten hingegen nicht.¹⁰⁶

Wir konnten vorliegend nicht feststellen, dass sich der Termin für die beabsichtigte Beschlussfassung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre ohne sachlichen Grund verzögert hätte. Die Kursentwicklung der Unternehmen der Peer Group seit dem 7. März 2025 war zudem uneinheitlich.

Eine Hochrechnung des Börsenkurses ist vor diesem Hintergrund nicht geboten.

4.8.2. Börsenkurs als Bewertungsmethode

Mit Beschluss vom 21. Februar 2023 stellte der **BGH** fest, dass die Angemessenheit der Abfindung der außenstehenden Aktionäre im Sinne des § 305 AktG auch allein anhand eines Börsenpreises bestimmt werden kann.¹⁰⁷

Der Entscheidung des BGH lag der Abschluss eines Beherrschungsvertrags zwischen zwei u.a. im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) gehandelten Aktiengesellschaften zugrunde. Der Rückgriff auf den Börsenkurs eines Unternehmens kann nach Auffassung des BGH eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswertes und des Wertes der Beteiligung des außenstehenden Aktionärs im Rahmen des § 305 AktG sein.

Eine marktorientierte Bewertung einer Unternehmensbeteiligung auf Grundlage des Börsenkurses des Unternehmens steht nach Auffassung des BGH, genauso wie die Schätzung auf Grundlage der Ertragswertmethode, als Methode mit Art. 14 GG in Einklang.

Eine Methode scheidet nach Auffassung des BGH nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falles nicht geeignet ist, den „**wahren**“ **Wert** abzubilden. Die marktorientierte Methode der Heranziehung des Börsenwertes einer Gesellschaft ist grundsätzlich als Grundlage für die Schätzung des Wertes einer Beteiligung an dieser Gesellschaft geeignet.

Voraussetzung der Bestimmung des Wertes einer Unternehmensbeteiligung nach dem Börsenwert ist nach Auffassung des BGH dabei nicht, dass der Kapitalmarkt in Bezug auf die Anteile streng allokatons- und informationseffizient ist, also ein Zustand perfekten Wettbewerbs herrscht und alle prinzipiell zugänglichen öffentlichen und nicht

¹⁰⁵ Koch in Koch, AktG, 15. Aufl. 2025, § 305 Rn. 54 (m.w.N.).

¹⁰⁶ OLG Frankfurt am Main v. 27. August 2020, 21 W 59/19; Saarländisches OLG v. 11. Juni 2014, 1 W 18/13.

¹⁰⁷ BGH v. 21. Februar 2023, II ZB 12/21.

öffentlichen Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet sind. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer „effektiven Informationsbewertung“ durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, sodass der Börsenkurs keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt, kann der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.

Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW hat sich in seiner Sitzung am 13. Juni 2023 mit dem Beschluss des BGH vom 21. Februar 2023 auseinandergesetzt. Danach vertrat der FAUB die Auffassung, dass es nicht sachgerecht sei, zur Bestimmung von Abfindungen und anderen Angemessenheitsprüfungen in typischen Abfindungsfällen ausschließlich auf den Börsenkurs abzustellen, ohne eine Zukunftserfolgswertermittlung durchzuführen und der konkret vom BGH entschiedene Fall gegenüber typischen Abfindungsfällen wesentliche Besonderheiten aufgewiesen habe, die regelmäßig nicht gegeben seien.¹⁰⁸

Mit Beschluss vom 31. Januar 2024 bestätigte der **BGH**, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft grundsätzlich eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswertes und des Wertes der Beteiligung eines außenstehenden Aktionärs im Rahmen des § 305 AktG sei.¹⁰⁹

Dieser Entscheidung des BGH lag der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zugrunde. Der Börsenwert markiert damit nach Auffassung des BGH nicht nur eine Untergrenze, sondern kann als Ausdruck einer zutreffenden Marktbewertung durch die Marktteilnehmer auch eine geeignete Grundlage für die Schätzung des „wahren“ Wertes der Beteiligung sein.

Der BGH verwies explizit darauf, dass eine strenge Allokations- und Informationseffizienz des Kapitalmarktes keine Voraussetzung für die Bestimmung des Wertes einer Unternehmensbeteiligung nach dem Börsenkurs ist.¹¹⁰ Der Rückgriff auf Börsenkurse scheidet hingegen aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist. Dies kann etwa der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat bzw. eine Marktengpass vorliegt. Indizien für das Vorliegen einer Marktengpass können dabei geringe Handelsvolumina, ein Handel nur an wenigen Börsentagen oder ein geringer Streubesitz der Aktien sein. An hinreichender Aussagekraft mangelt es Börsenkursen unter anderem auch dann, wenn unerklärliche

¹⁰⁸ IDW, FAUB zur Relevanz von Börsenkursen vom 14. Juni 2023, <https://www.idw.de/idw/themen-branchen/unternehmensbewertung-bwl/boersenkurse.html>, Abruf vom 18. Juli 2025.

¹⁰⁹ BGH v. 31. Januar 2024, II ZB 5/22.

¹¹⁰ BGH v. 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Tz. 26.

Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen oder wenn kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.¹¹¹

Das **OLG Frankfurt am Main** stellte mit Beschluss vom 9. Februar 2024 unter Bezug auf die Entscheidung des BGH vom 21. Februar 2023 fest, dass auch die Angemessenheit der Abfindung der außenstehenden Aktionäre im Rahmen eines umwandlungsrechtlichen Squeeze-Outs grundsätzlich anhand des Börsenwertes der Gesellschaft bestimmt werden kann, sofern sich die Methode nicht aufgrund der Umstände des konkreten Falles als ungeeignet erweist, den „wahren“ Wert abzubilden. In dem zugrunde liegenden Fall hielt der entscheidende Senat die Liquidität der relevanten Aktie für ausreichend, bezog allerdings den Ertragswert zu Kontrollzwecken in seine Betrachtung mit ein.¹¹²

Die Diskussion zu möglichen Analysen und Kriterien zur Beurteilung der Aussagekraft des Börsenkurses ist aktuell in der Theorie, Bewertungspraxis und Rechtsprechung nicht abgeschlossen.

Wir haben eine Analyse von in der Rechtsprechung herangezogenen Kriterien zur Beurteilung der hinreichenden Aussagekraft des Börsenkurses der ABYHSE durchgeführt.¹¹³

- Wie unter Abschnitt 4.8.1. dieses Berichts bereits ausgeführt, wurde im Referenzzeitraum von drei Monaten vor dem 7. März 2025 die Aktie der ABYHSE an allen möglichen Handelstagen gehandelt; eine Kursveränderung um mehr als 5 % von einem auf den nächsten Handelstag trat lediglich einmal im Referenzzeitraum aufgrund der am 11. Dezember 2024 erfolgten Ankündigung des Übernahmeangebots auf.
- Im Referenzzeitraum wurden insgesamt rd. 33,1 Mio. Aktien mit einem Handelsvolumen von insgesamt rd. € 214,7 Mio. gehandelt; das Handelsvolumen im Betrachtungszeitraum entsprach damit einem Anteil von rd. 18,9 % der gesamten ausstehenden Aktien (Anzahl Aktien abzgl. eigene Aktien zum 7. März 2025, d.h. bezogen auf das damalige Grundkapital in Höhe von € 186.153.487).
- Die durchschnittlich täglich im Referenzzeitraum gehandelte Anzahl an Aktien betrug rd. 562 Tsd. Stück bei einem durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen von rd. € 3,6 Mio.

¹¹¹ BGH v. 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Tz. 27.

¹¹² OLG Frankfurt am Main v. 9. Februar 2024, 21 W 129/22.

¹¹³ Die von uns durchgeführten Analysen zum Börsenkurs der ABYHSE basieren auf den Handelsdaten der Börsenplätze des regulierten Marktes der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard), der XETRA-Börse als elektronischem Handelssystem der Frankfurter Wertpapierbörse und auf den Handelsdaten der Freiverkehrs-Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München, Stuttgart und Tradegate.

- Im Referenzzeitraum lag der bezogen auf den XETRA-Handel gemessene durchschnittliche relative Bid-Ask-Spread bei rd. 0,33 %, wobei es zwei Tage im Referenzzeitraum gab, an denen dieser Wert bei größer 1,0 % lag.

Wie unter Abschnitt 3.3. dieses Berichts erläutert, sind die Aktien der ABYHSE u.a. zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen, also dem Marktsegment mit den höchsten Transparenzstandards. Hinweise auf Marktmissbrauch oder Verstöße gegen Offenlegungspflichten ergaben sich nicht.

Nach unserer Beurteilung ergibt sich aus der spezifischen Ausprägung der untersuchten Kriterien, welche die Rechtsprechung in den bisher entschiedenen Fällen zur effektiven Informationsbewertung und damit zur Berücksichtigung des Börsenkurses als (alleiniger) Schätzgrundlage des Unternehmenswertes bzw. der Ableitung der angemessenen Abfindung für relevant hält, dass der Börsenkurs der ABYHSE eine effektive Informationsbewertung in diesem Sinne gewährleistet.

Im Vergleich zu dem vom OLG Frankfurt am Main¹¹⁴ entschiedenen Fall, der sich ebenfalls auf einen umwandlungsrechtlichen Squeeze-Out bei einem Unternehmen bezog und dessen Aktien ebenfalls im regulierten Markt gehandelt wurden, sind die festgestellten Liquiditätskriterien für die Aktie der ABYHSE besser.

Ungeachtet dessen ist aus dem Kursverlauf der Aktie der ABYHSE zu erkennen, dass dieser seit der Ankündigung des Übernahmeangebots am 11. Dezember 2024, mithin für den Großteil des Referenzzeitraums, offensichtlich beeinflusst war und sich seitdem nahe um den angekündigten Angebotspreis von € 6,50 bewegte.

Entsprechend halten wir es für nicht sachgerecht, den auf den 7. März 2025 rechnerisch ermittelbaren Betafaktor der ABYHSE als alleinige Grundlage zur Abschätzung des operativen Risikos im Rahmen der Ableitung des Ertragswertes zugrunde zu legen; vgl. Abschnitt 4.4.2.3.3. dieses Berichts.

Der BGH stellte hierzu fest, dass ein nach oben verzerrter Börsenkurs unabhängig von einer daraus folgenden Verzerrung des originären Betafaktors des Unternehmens und dessen Verwerfung im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht gegen seine Verwendung als Schätzgrundlage zur Unternehmensbewertung spricht, denn der nach oben verzerrte, die operative Ertragskraft des Unternehmens ggf. übersteigende Börsenkurs stellt den Anteilsinhaber besser.¹¹⁵

¹¹⁴ OLG Frankfurt am Main v. 9. Februar 2024, 21 W 129/22.

¹¹⁵ BGH v. 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Tz. 39.

Das IDW hat mit dem IDW ES 17 (vgl. Abschnitt 3.3. dieses Berichts) für verschiedene Anwendungsfälle, in denen Wirtschaftsprüfer die Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen zu beurteilen haben, Anforderungen an Beurteilungskriterien und -handlungen formuliert. Dabei handelt es sich nach Auffassung des IDW um die von Wirtschaftsprüfern mindestens durchzuführenden Analysen; diese sind jedoch nicht als abschließend zu verstehen.¹¹⁶

Der IDW ES 17 stellt hierbei für den Börsenkurs unter Orientierung an der Rechtsprechung des BGH zum Börsenkurs als Wertuntergrenze (vgl. Abschnitt 4.8.1. dieses Berichts) auf einen umsatzgewichteten Durchschnittskurs innerhalb eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor dem Stichtag der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme (sog. Börsenkurstichtag) ab.¹¹⁷

Zur besseren Strukturierung der Analysen und Beurteilungen werden die Ergebnisse der im Rahmen der verschiedenen Kriterien nach IDW ES 17 durchzuführenden Beurteilungshandlungen mit zum Ausschluss des Börsenkurses führenden („roten“), kritischen („gelben“) oder unkritischen („grünen“) Ausprägungen belegt. Die einzelnen Kriterien sind jeweils auf die dargestellten möglichen Ausprägungen hin zu analysieren.¹¹⁸

- Liegt mindestens bei einem Beurteilungskriterium eine rote Ausprägung vor, darf der Börsenkurs nicht als alleiniger Maßstab für den „wahren“ Wert herangezogen werden.
- Sofern mindestens bei einem Beurteilungskriterium eine gelbe Ausprägung vorliegt, ist ebenfalls in jedem Fall die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes (Zukunftserfolgswert) nach IDW S 1 erforderlich. Der Wirtschaftsprüfer hat dann eigenverantwortlich zu beurteilen, ob der Börsenkurs oder der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 maßgeblich als „wahrer“ Wert heranzuziehen ist.
- Sofern die Ausprägungen aller Beurteilungskriterien als grün beurteilt werden, kann der Börsenkurs ohne zwingenden Vergleich mit dem objektivierten Unternehmenswert (Zukunftserfolgswert) nach IDW S 1 maßgeblich als Indikation für den „wahren“ Wert herangezogen werden.

Der IDW ES 17 führt folgende Beurteilungskriterien auf:¹¹⁹

¹¹⁶ IDW ES 17, Tz. 33.

¹¹⁷ IDW ES 17, Tz. 20.

¹¹⁸ IDW ES 17, Tz. 34 ff.

¹¹⁹ IDW ES 17, Tz. 40 ff.

- **Anteilseignerstruktur:** Beim Vorliegen einer Anteilseignerstruktur mit (einzeln oder gemeinsam) kontrollierenden oder ökonomisch dominierenden Anteilseignern besteht nach einhelliger Auffassung der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und der betriebswirtschaftlichen Praxis das Risiko ökonomisch einseitig beeinflusster Preise. Eine Orientierung für das Vorhandensein kontrollierender oder ökonomisch dominierender Anteilseigner bieten die im Zusammenhang mit dem Vorliegen eines (faktisch) beherrschenden Einflusses nach § 290 Abs. 2 HGB entwickelten Kriterien vor allem der unmittelbaren oder mittelbaren Stimmrechtsmehrheit.
- **Liquidität:** Die Messung der Liquidität von Wertpapieren dient dazu, die Markteffizienz zu bewerten und die Belastbarkeit der Marktdaten zu beurteilen. In einem liquiden Markt kann davon ausgegangen werden, dass neue Informationen i.d.R. schnell verarbeitet und in den Kursen reflektiert werden. Somit ist bei einem liquiden Markt die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung hoch. Ein Wertpapiermarkt gilt als liquide, wenn an diesem schnell, einfach und ohne signifikante Preisänderungen Wertpapiere in großen Mengen gekauft und verkauft werden können.
- **Marktabdeckung:** Professionelle Marktbeobachter, wie bspw. Analysten, Ratingagenturen oder institutionelle Marktteilnehmer, sammeln und würdigen Informationen über das Unternehmen und das Marktumfeld und publizieren ihre Einschätzungen hierzu. Das Vorliegen einerseits einer Vielzahl von Marktmeinungen, die andererseits im Einzelfall relativ übereinstimmende Erwartungen der beteiligten Akteure und Marktbeobachter widerspiegeln, erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung durch die Kapitalmarktteilnehmer.
- **Umfang der Berichterstattung:** Ein hoher Grad an Informationsbereitstellung durch das Unternehmen ist eine zwingende Voraussetzung für eine effektive Informationsverarbeitung und -bewertung im Börsenkurs eines Wertpapiers.
- **Stichtagsprinzip:** Nach den gesetzlichen Vorgaben sind die Verhältnisse des Unternehmens im Zeitpunkt der Beschlussfassung seiner Hauptversammlung über die Strukturmaßnahme (Bewertungsstichtag) zu berücksichtigen. Zur Einhaltung des Stichtagsprinzips ist zu beurteilen, ob der relevante Börsenkurs zum Börsenkurstichtag die Verhältnisse zum Bewertungsstichtag angemessen reflektiert.
- **Kursbeeinflussung:** Der Betrachtungszeitraum ist auf offensichtliche Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft oder die Renditeerwartungen der Investoren beeinflusste Börsenkursentwicklung hin zu beurteilen.

Unsere Analysen ergeben, dass in Bezug auf die Beurteilungskriterien „Anteilseignerstruktur“ und „Liquidität“ eine gelbe Ausprägung entsprechend der Typologie des IDW ES 17 vorliegt, im Übrigen grüne Ausprägungen der jeweiligen Kriterien.

Zutreffend im methodischen Ansatz des IDW ES 17 wurde daher ein objektivierter Unternehmenswert nach IDW S 1 auf Grundlage des Ertragswertverfahrens ermittelt.

Der Bewertungsgutachter kommt zusammenfassend zu dem Ergebnis, dass vor dem Hintergrund der Bewertung gem. IDW S 1, die u.a. durch Multiplikatoren plausibilisiert wurde, der relevante Börsenkurs zum Zeitpunkt der Ankündigung des Squeeze-Out aufgrund des vorangegangenen Übernahmeangebots und der darin enthaltenen signifikanten Prämie stark überhöht ist. Basierend auf der höchstrichterlichen Rechtsprechung bildet der relevante Börsenkurs jedoch die Untergrenze einer angemessenen Abfindung.

Unsere Analysen bestätigen dieses Ergebnis.

5. Besondere Schwierigkeiten der Bewertung

Gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e Abs. 1 AktG ist im Prüfungsbericht über besondere Schwierigkeiten zu berichten, die bei der Bewertung aufgetreten sind.

Aufgrund unserer Tätigkeit zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung stellen wir fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne von § 293e Abs. 1 AktG bei der Bewertung der ABYHSE aufgetreten sind.

6. Festgelegte Barabfindung

Die ABYxZAL hat am 11. August 2025 die Barabfindung, die den Minderheitsaktionären für die Übertragung ihrer Aktien der ABYHSE angeboten wird, auf € 6,50 je Aktie festgelegt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Der nach IDW S 1 nach dem Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung von Sonderwerten und nicht betriebsnotwendigem Vermögen abgeleitete objektivierte Unternehmenswert der ABYHSE auf den 22. September 2025 beträgt € 841,0 Mio. Hieraus ergibt sich ein rechnerischer Wert in Höhe von € 4,84 je Aktie.

Für den Dreimonatszeitraum vom 7. Dezember 2024 bis zum 6. März 2025 einschließlich ermittelte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht einen gültigen Mindestpreis nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG in Höhe von € 6,50 je Aktie.

Der durchschnittliche Börsenkurs der Aktie der ABYHSE liegt oberhalb des nach dem Ertragswertverfahren abgeleiteten Unternehmenswert je Aktie der Gesellschaft.

Im Ergebnis stellen wir daher fest, dass die von der ABYxZAL festgelegte Barabfindung in Höhe von € 6,50 je Aktie der ABYHSE angemessen ist.

7. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung

Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der ABYxZAL Holding AG, Hamburg, als Hauptaktionärin festgesetzten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der ABOUT YOU Holding SE, Hamburg, geprüft.

Wir geben gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e AktG folgende abschließende Erklärung ab:

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der ABOUT YOU Holding SE, Hamburg, in Höhe von € 6,50 je Aktie angemessen.“

Hamburg, den 12. August 2025

Baker Tilly GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Jochen Breithaupt
Wirtschaftsprüfer



Sylvia Fischer
Wirtschaftsprüferin

Anlagenverzeichnis

- Anlage 1** Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 11. Juni 2025 zur Bestellung der Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, Zweigniederlassung Hamburg, zum sachverständigen Prüfer
- Anlage 2** Abkürzungsverzeichnis
- Anlage 3** Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

ANLAGE 1

Landgericht Hamburg

Az.: 403 HKO 56/25



Beschluss

In der Sache

- 1) **Alsterhöhe 18. V V AG**, vertreten durch den Vorstand Kai-Uwe Mokros, Kurt-Schumacher-Straße 18-20, 53113 Bonn

- Antragstellerin -

Prozessbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Sullivan & Cromwell LLP**, Neue Mainzer Straße 52, 60311 Frankfurt

- 2) **ABOUT YOU Holding SE**, vertreten durch den Vorstand Sebastian Betz, Tarek Müller und Hannes Wiese, Domstraße 10, 20095 Hamburg

- Antragstellerin -

Prozessbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **White & Case LLP**, Bockenheimer Landstraße 20, 60323 Frankfurt

beschließt das Landgericht Hamburg - Kammer 3 für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Böttcher am 11.06.2025:

1. Auf Antrag der Antragstellerin zu 1) wird zum sachverständigen Prüfer für die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung für die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der ABOUT YOU Holding SE auf die Alsterhöhe 18. V V AG (zukünftig: ABYxZAL Holding AG) als Hauptaktionärin im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG gemäß §§ 327c Abs. 2 Sätze 2 und 3, 293c Abs. 1 Sätze 3 und 4 AktG, § 62 Abs. 5 UmwG, Art. 10 SE-VO bestellt:

Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft,
Ansprechpartner: Herr Jochen Breithaupt,
Valentinskamp 88,
20355 Hamburg.

2. Auf den gemeinsamen Antrag der Antragstellerin zu 1) und der Antragstellerin zu 2) wird die vorgenannte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft gemäß §§ 60, 9 Abs. 1, 10 Abs. 1 Sätze 1 und 2 UmwG, Art. 10 SE-VO zum gemeinsamen Verschmelzungsprüfer für die Prüfung des Verschmelzungsvertrags für die beabsichtigte Verschmelzung der ABOUT YOU Holding SE auf die Alsterhöhe 18. V V AG (zukünftig: ABYxZAL Holding AG) bestellt.
3. Der Geschäftswert wird auf EUR 50.000,00 festgesetzt.

Gründe:

Die unter Ziffer 1. angeordnete Bestellung der Angemessenheits-/Übertragungsprüferin erfolgt auf den Antrag der Antragstellerin zu 1) als künftiger Hauptaktionärin der Antragstellerin zu 2) nach § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG. Die Antragstellerin zu 1) hat dazu mitgeteilt, dass sie erwartet, nach der anstehenden Übertragung von Aktien durch ihre Muttergesellschaft demnächst über mehr als 90 % des Grundkapitals der Antragstellerin zu 2) im Sinne von § 62 Abs. 1 UmwG zu verfügen. Die Antragstellerin zu 1) und die Antragstellerin zu 2) beabsichtigen, im unmittelbaren Anschluss einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Out nach §§ 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG durchzuführen. Diese Maßnahme macht es erforderlich, gemäß §§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, 327c Abs 2 Satz 2 AktG einen sachverständigen Prüfer zu bestellen, der die Angemessenheit der durch die Hauptaktionärin festzusetzenden Barabfindung überprüft. Das Gericht hat hierfür die unter Ziffer 1. dieses Beschlusses aufgeführte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ausgewählt, die für diese Aufgabe geeignet erscheint und bestätigt hat, dass keine Bestellungshindernisse im Sinne von §§ 60, 11 Abs. 1 UmwG i.V.m. §§ 319 Abs. 1 bis 4, 319b Abs. 1 HGB oder gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. 293d Abs. 1 AktG i.V.m. §§ 319 Abs. 1 bis 4, 319b Abs. 1 HGB oder §§ 43 ff. WPO vorliegen.

Die außerdem mit diesem Beschluss erfolgte Bestellung der genannten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft zur gemeinsamen Verschmelzungsprüferin erfolgt auf den gemeinsamen Antrag der Vorstände der Vertragsparteien des beabsichtigten Verschmelzungsvertrags nach §§ 60, 9 Abs. 1, 10 Abs. 1 UmwG, Art. 10 SE-VO.

Die Kostenentscheidung und die Entscheidung über den festgesetzten Geschäftswert beruhen auf §§ 22, 36 GNotKG.

Böttcher
Vorsitzender Richter am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
Hamburg, 12.06.2025

Schroeder, JFAng
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle

ANLAGE 2

Anlage 2 – Abkürzungsverzeichnis

%	Prozent
&	und
€	Euro
AAB	Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024
ABOUT YOU DACH	ABOUT YOU Deutschland, Österreich und Schweiz
ABOUT YOU RoE	ABOUT YOU Rest of Europe
Abs.	Absatz
ABYHSE	ABOUT YOU Holding SE
ABYKG	ABOUT YOU SE & Co. KG
ABYVerSE	ABOUT YOU Verwaltungs SE
ABYxZAL	ABYxZAL Holding AG
Adference	Adference GmbH
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktengesetz
ARR	Annual Recurring Revenue
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
B2B	Business-to-Business
B2C	Business-to-Consumer
Baker Tilly	Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
BCA	Business Combination Agreement
BGH	Bundesgerichtshof
Bid-Ask-Spread	Geld-/Briefspanne
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BVerfG	Bundesverfassungsgericht

bzw.	beziehungsweise
C&A	Clemens & August
ca.	circa
CAGR	Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
CEE	Central and Eastern Europe
CoD	Cash-on-Delivery
CRM	Customer Relationship Management
d.h.	das heißt
D2C	Direct-to-Consumer
DACH	Deutschland, Österreich, Schweiz
DAX	Deutscher Aktienindex
DHL	DHL Group
DVFA-Empfehlung	„Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Arbeitsgruppe „Corporate Transactions und Valuation“ der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e. V., Frankfurt
e.V.	eingetragener Verein
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
EG	Europäische Gemeinschaft
ERP	Enterprise Resource Planning
EU bzw. EU27	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EZB	Europäische Zentralbank
f./ff.	Folgende/fortfolgende
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FCF	Free Cashflow

FMCG	Fast Moving Consumer Goods
FTE	Full time equivalents
FY	Fiscal Year
gem.	gemäß
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Co. Kommanditgesellschaft
GMK	Guido Maria Kretschmer Ajour GmbH
GMV	Gross Merchandise Value bzw. Bruttowaren- volumen
H&M	Hennes & Mauritz
HDE e.V.	Handelsverband Deutschland
HGB	Handelsgesetzbuch
i.d.R.	in der Regel
i.S.(e.)	im Sinne (eines)
i.V.m.	in Verbindung mit
IASB	International Accounting Standards Board
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW ES 1	Entwurf einer Neufassung des IDW Standards: Grundsätze zur Durchführung von Unterneh- mensbewertungen in der Entwurfsfassung vom 7. November 2024
IDW ES 17	Entwurf eines Standards: Beurteilung der Ange- messenhaft börsenkursbasierter Kompensatio- nen (IDW ES 17) mit Stand vom 14. Mai 2025
IDW S 1	Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Institutes der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1) in der Fassung vom 2. April 2008, Stand vom 4. Juli 2016
IFH KÖLN	Institut für Handelsforschung

IFRS	International Reporting Standards
IfW	Kiel Institute for the World Economy
IMF	International Monetary Fund
insb.	insbesondere
ISIN	International Securities Identification Number
IT	Informationstechnologie
KI oder AI	Künstliche Intelligenz
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
lit.	littera
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
MSCI ACWI Index	Morgan Stanley Capital International All Country World Index
MüKo	Münchener Kommentar
NMV	Net Merchandise Volume
Nr.	Nummer
NRF	National Retail Federation
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum
Plc	Public Limited Company
Publ	Public
rd.	rund
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
RSU	Restricted Stock Unit
S&P Capital IQ	Standard and Poor Global Market Intelligence LLC, New York, USA
S.	Satz
S.A.	Société Anonyme
s.o.	siehe oben

S.p.A.	Società per Azioni
SaaS	Software as a Service
SCAYLE Pay	SCAYLE Payments GmbH
SE	Societas Europaea
SECO	Staatssekretariat für Wirtschaft
SEK	Schwedische Krone
sog.	sogenannte(r)
TME	Tech, Media und Enabling
TV	Terminal Value
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
UK	United Kingdom
UmwG	Umwandlungsgesetz
UR-Nr.	Urkundenrollennummer
USA	United States of America
v.	vom
ValueTrust	ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH
VESOP	Virtual Employee Stock Option Plan bzw. Mitarbeiterbeteiligungsprogramm
vgl.	vergleich
WIFO	Österreichische Institut für Wirtschaftsforschung
WPH	WP Handbuch
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebotsVO	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz An- gebotsverordnung
Zalando	Zalando SE
z.B.	zum Beispiel
zzgl.	zuzüglich

ANLAGE 3

Allgemeine Auftragsbedingungen

für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2024

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich in Textform vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

(2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber. Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

(1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.

(2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen Vereinbarung in Textform.

(3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgen hinzuweisen.

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.

(2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten Erklärung in gesetzlicher Schriftform oder einer sonstigen vom Wirtschaftsprüfer bestimmten Form zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

(1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

(2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkunternehmen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

7. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlagen, Unterlassen bzw. unberechtigter Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

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

(3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

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

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

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

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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