
Gutachtliche Stellungnahme

zum Unternehmenswert

**der BV Holding AG,
München,**

und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung
gem. §§ 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. 327a ff. AktG

zum Bewertungsstichtag 25. Juli 2022

Auftrag: DEE00073499.1.1



Inhaltsverzeichnis	Seite
A. Auftrag und Auftragsdurchführung	8
B. Bewertungsgrundsätze und -methoden	10
I. Grundlagen der Bewertung.....	10
II. Angemessene Barabfindung gemäß §§ 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. 327a ff. AktG.....	12
C. Beschreibung des Bewertungsobjekts	13
I. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	13
1. Rechtliche Verhältnisse.....	13
2. Steuerliche Verhältnisse	14
II. Transaktionshistorie	15
III. Wirtschaftliche Grundlagen	16
1. Geschäftstätigkeit.....	16
2. Markt und Wettbewerb.....	17
Marktabgrenzung.....	17
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung	18
Vermögensverwalter in Deutschland.....	19
Fondsmarkt in Deutschland	20
Zukünftiges Marktpotential	23
3. Vermögens-, Finanz- und Ertragslage.....	26
a) Vermögens- und Finanzlage	27
b) Ertragslage	29
D. Ermittlung des Unternehmenswerts	35
I. Bewertungsbasis.....	35
1. Vorgehensweise und grundlegende Prämissen	35
2. Planungsprozess.....	38
II. Erwartete Nettoausschüttungen aus dem betriebsnotwendigen Vermögen.....	38
1. Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) im Detailplanungszeitraum	38
2. Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) in der ewigen Rente	48
3. Nettoausschüttungen nach persönlichen Ertragsteuern	49
III. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes	50

Inhaltsverzeichnis	Seite
1. Basiszinssatz	50
2. Risikozuschlag	51
3. Wachstumsabschlag	57
4. Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes.....	58
IV. Ertragswert des operativen Geschäfts.....	58
V. Wert der gesondert bewerteten Vermögenswerte	59
VI. Unternehmenswert.....	65
VII. Liquidationswert	66
E. Plausibilisierung des Unternehmenswerts auf Basis von Multiplikatoren	67
I. Grundsätzliche Vorgehensweise.....	67
II. Ableitung der Multiplikatoren.....	68
III. Multiplikatorbewertung.....	70
F. Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG	72
G. Ergebniszusammenfassung	73

Anlagen

Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017

<p>Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen in Höhe von \pm einer Einheit (€ in Tsd., % usw.) auftreten.</p>

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
Ask	Briefkurs
AuM	Assets under Management
Bid	Geldkurs
BIP	Bruttoinlandsprodukt (real)
Bspw.	Beispielsweise
BVAG	Bayerische Vermögen AG, München
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVG	BV Bayerische Vermögen GmbH, München
BVH	BV Holding AG, München / Deutschland
BVH Gruppe	BVH mit ihren Tochtergesellschaften BVG, MFI und MC
BVI	BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
bzw.	Beziehungsweise
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CIQ	Capital IQ Inc., New York / USA
CRR	Capital Requirements Regulation
DCF	Discounted Cashflow
d.h.	Das heißt
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings before Taxes
EstG	Einkommensteuergesetz
ETFs	Exchange-Traded-Funds
EU	Europäische Union
EV	Enterprise Value / Gesamtunternehmenswert
EZB	Europäische Zentralbank
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
FC	Forecast
ff.	Fortfolgende

ggf.	Gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister, Abteilung B
i.d.F.	In der Fassung
i.S.d.	Im Sinne des
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer e.V., Düsseldorf
IFRS	International Financial Reporting Standards
IFW	Internationaler Währungsfonds, Washington, D.C./USA
Inc.	Incorporated
Insg.	Insgesamt
I.V.m.	In Verbindung mit
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
LfL	Like-for-Like Anpassungen
Lloyd Fonds	Lloyd Fonds AG, Hamburg
Ltd.	Limited
MC	m + c Asset Allocation GmbH, München
MFI	MFI Asset Management GmbH, München
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
p.a.	Per annum
PLC	Public Limited Company
PwC	PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
QoE	Quality of Earnings
SAM	Selection Asset Management GmbH, München
sog.	So genannte
Tsd.	Tausend
u.a.	Unter anderem
u. ä.	Und ähnliches
UmwG	Umwandlungsgesetz
U.S.	United States
USA	United States of America

usw.	Und so weiter
vgl.	Vergleiche
z.B.	Zum Beispiel
zzgl.	Zuzüglich

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

1. Die Lloyd Fonds AG, Hamburg / Deutschland („Lloyd Fonds“ oder „Hauptaktionärin“), hat uns mit Schreiben vom 6. Mai 2022 beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme zum objektivierten Unternehmenswert der BV Holding AG, München / Deutschland („BVH“ oder „Gesellschaft“), sowie zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß §§ 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. 327a ff. AktG zu erstatten. Bewertungsanlass ist die geplante Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der BVH auf die Hauptaktionärin im Rahmen eines sog. umwandlungsrechtlichen Squeeze-out gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung.
2. Der Beschluss über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre soll auf der ordentlichen Hauptversammlung der BVH am 25. Juli 2022 gefasst werden. Maßgeblicher Bewertungsstichtag ist der Tag der beschlussfassenden ordentlichen Hauptversammlung der BVH und damit der 25. Juli 2022.
3. Wir führten unsere Arbeiten in den Monaten Mai und Juni 2022 in unseren Büros in Frankfurt am Main, Hamburg und Stuttgart durch. Hierfür standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:
 - Geprüfte und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehene Konzernabschlüsse der Bayerische Vermögen AG, München, für die Geschäftsjahre 2019 und 2020,
 - Jahresabschlüsse der Gesellschaften der BVH Gruppe (BVH mit ihren Tochtergesellschaften BV Bayerische Vermögen GmbH, München, MFI Asset Management GmbH, München, sowie m+c Asset Allocation GmbH, München) für die Geschäftsjahre 2019 bis 2021, davon geprüfte und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehene Jahresabschlüsse der MFI Asset Management GmbH sowie der BV Bayerische Vermögen GmbH (vormals Value Asset Management GmbH),
 - Konsolidierte Unternehmensplanung der BVH Gruppe für die Geschäftsjahre 2022 bis 2026,
 - Unternehmensplanung der Selection Asset Management, München, für die Geschäftsjahre 2022 bis 2026,
 - sonstige für die Bewertung relevante Unterlagen und Informationen.
4. Weitere Auskünfte wurden uns vom Vorstand der BVH und den von ihm benannten Auskunftspersonen gegeben. Der Vorstand der Lloyd Fonds sowie der Vorstand der BVH haben uns gegenüber am 17. Juni 2022 schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Erstattung der gutachtlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt wurden.

5. Unsere Untersuchung umfasste insbesondere die Überprüfung der Planungsunterlagen auf ihre Plausibilität. Eigene Prüfungshandlungen im Sinne der §§ 316 ff. HGB haben wir nicht vorgenommen. Diese gehörten nicht zu unserem Auftrag.
6. Die in der derzeit aktuellen Fassung der Stellungnahme "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. („IDW S 1 i.d.F. 2008“) mit Stand 4. Juli 2016 niedergelegten Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen haben wir beachtet. Im Sinne dieser Stellungnahme haben wir den objektivierten Unternehmenswert der BVH als neutraler Gutachter ermittelt.
7. Die gutachtliche Stellungnahme wird ausschließlich für die interne Verwendung durch den Auftraggeber und zum Zwecke der Verwendung als Anlage zum schriftlichen Bericht der Hauptaktionärin über die Übertragung der Anteile von Minderheitsaktionären (Verschmelzungsbericht) erstellt. Die interne Verwendung umfasst auch die Überlassung der gutachtlichen Stellungnahme für die im Rahmen der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung erforderliche Einsichtnahme durch den Prüfer gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG sowie die Vorlage in sich etwa der Hauptversammlung anschließenden Gerichtsverfahren. Die gutachtliche Stellungnahme ist darüber hinaus nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen als die genannten Zwecke bestimmt. Ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung darf diese außerhalb der vorstehenden Zwecke nicht an Dritte weitergegeben werden. Die Einwilligung wird nicht aus unbilligen Gründen untersagt werden.
8. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgebend.

B. Bewertungsgrundsätze und -methoden

I. Grundlagen der Bewertung

9. Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 bestimmt sich der Wert eines Unternehmens aus dem Nutzen, den dieses aufgrund seiner im Bewertungszeitpunkt vorhandenen Erfolgsfaktoren einschließlich seiner Innovationskraft, Produkte und Stellung am Markt, inneren Organisation, Mitarbeiter und seines Managements in Zukunft erwirtschaften kann. Unter der Voraussetzung, dass ausschließlich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.
10. Der Unternehmenswert kann entweder nach dem Ertragswert- oder dem Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden. Beide Bewertungsverfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Finanzierungsannahmen und damit identischen Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) fußen. Im vorliegenden Falle erfolgte eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren.
11. Bei beiden Bewertungsverfahren wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Vermögensgegenstände (einschließlich Schulden), die einzeln übertragen werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, sind als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen. Die Summe der Barwerte der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergibt grundsätzlich den Unternehmenswert.
12. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsüberlegungen. Dabei sind bei der Bewertung nur die Überschüsse zu berücksichtigen, die aus bereits eingeleiteten Maßnahmen resultieren oder aus einem dokumentierten und hinreichend konkretisierten Unternehmenskonzept hervorgehen. Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen bzw. aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen.
13. Die Grundsätze der Stellungnahme IDW S 1 i.d.F. 2008 unterscheiden zwischen echten und unechten Synergien. Die echten Synergien sind ausschließlich durch Kooperation bestimmter Unternehmen aufgrund spezifischer Eigenschaften realisierbare oder unter Berücksichtigung der Aus-

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

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

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

20. Gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft innerhalb von drei Monaten nach Abschluss eines Verschmelzungsvertrages mit einem Aktionär, dem Aktien der Gesellschaft von mindestens 90 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), einen Beschluss nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG fassen, die Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung zu übertragen. Bei der Bemessung der Barabfindung sind gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung, die über die Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär beschließen soll, zu berücksichtigen.
21. Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre, der Rechtsprechung zu gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen (Beschluss des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.) und der Bewertungspraxis ist der Wert des Unternehmens die richtige Basis zur Ermittlung der Barabfindung nach § 327a AktG. Maßgebend ist danach der Wert des Unternehmens als Ganzes. Damit wird dem von der Rechtsprechung entwickelten Postulat der Abfindung zum vollen Wert entsprochen, d. h. die Abfindung muss dem sog. wahren Wert der Anteile an der Gesellschaft gleichkommen. In diesem Zusammenhang ist der Unternehmenswert der BVH zu ermitteln.
22. Bei der Bemessung der Abfindung für Anteile an einer börsennotierten Gesellschaft darf nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung der Börsenkurs als Verkehrswert der Aktie nicht außer Betracht bleiben. Da es sich im vorliegenden Fall bei der BVH um eine nicht börsennotierte Gesellschaft handelt, bleibt der Ansatz eines Börsenkurses außer Betracht.

C. Beschreibung des Bewertungsobjekts

I. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

1. Rechtliche Verhältnisse

23. Die BVH wurde im Juni 2018 als 100-prozentige Tochtergesellschaft der Bayerische Vermögen AG, München („BVAG“), gegründet. Der Sitz der BVH ist München. Die Gesellschaft ist im Handelsregister B beim Amtsgericht München, Abteilung B, unter HRB 241355 eingetragen. Die aktuelle Satzung der BVH datiert vom 9. Mai 2018 und wurde zuletzt durch Beschluss der Hauptversammlung vom 29. Januar 2021 geändert.
24. Satzungsmäßiger Gegenstand des Unternehmens sind die Anlageberatung sowie Anlagevermittlung von Finanzdienstleistungen im Sinne der aufsichtsrechtlichen Bereichsausnahme; der Abschluss von Vertriebsvereinbarungen hinsichtlich dieser Geschäfte; die Errichtung, oder der Erwerb sowie Beteiligung an anderen Unternehmen; die Erbringung von Unterstützungsleistungen in organisatorischen, handels- und aufsichtsrechtlichen Belangen von Tochterunternehmen - soweit rechtlich zulässig; die Projektentwicklung sowie Verwaltung eigenen Vermögens.
25. Die operative Geschäftstätigkeit der BVH erfolgt durch deren Tochtergesellschaften BV Bayerische Vermögen GmbH, München („BVG“), MFI Asset Management GmbH, München („MFI“) und m+c Asset Allocation GmbH, München („MC“). Die BVG ist ein Vermögensverwalter für Privatkunden. Die MFI ist eine Finanzportfolioverwaltung für institutionelle Kunden, die Spezialfonds für einzelne Kunden sowie Publikumsfonds betreut. Die MC erbringt spezialisierte Beratungsdienstleistungen für die Asset Allokation institutioneller Kapitalanleger sowie teilweise gruppenintern für die BVG und die MFI. Nachfolgend sind die Tochtergesellschaften der BVH im Einzelnen dargestellt:

Tochterunternehmen der BVH

<u>Gesellschaft</u>	<u>Anteil am Kapital</u>
BV Bayerische Vermögen GmbH, München	100%
MFI Asset Management GmbH, München	100%
m+c Asset Allocation GmbH, München	100%

26. Das Geschäftsjahr der BVH sowie von deren Tochtergesellschaften entspricht dem Kalenderjahr.
27. Das Grundkapital der BVH beträgt €253.722,00 und ist eingeteilt in 253.722 Stückaktien als Namensaktien in Form von Stammaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von €1 pro Aktie.

28. Nachfolgend ist die derzeitige Aktionärsstruktur der BVH dargestellt:

Aktionärsstruktur der BVH

	Anzahl Aktien	in % des gesamten Grundkapitals
Lloyd Fonds AG	248.660	98,0%
Streubesitz	5.062	2,0%
Gesamt	253.722	100,0%

Quelle: Aktienregister BVH

29. Die Lloyd Fonds hält unmittelbar 248.660 Stückaktien. Dies entspricht einer Beteiligung von insgesamt rund 98,0% am gesamten Grundkapital der BVH. Die BVH hält keine eigenen Aktien. Die Lloyd Fonds ist damit Hauptaktionärin im Sinne des § 327a AktG.
30. Die Aktien der BVH sind nicht zum Börsenhandel zugelassen.
31. Die BVH wurde als 100-prozentige Tochtergesellschaft der BVAG bis einschließlich dem Geschäftsjahr 2020 in den Konzernabschluss der BVAG durch Vollkonsolidierung einbezogen. Im Jahr 2021 hat die BVAG ihre Aktien an der BVH an ihre Aktionäre übertragen, die dadurch unmittelbar an der BVH beteiligt wurden. Am 18. November 2021 hat die Lloyd Fonds auf Basis von Einbringungsverträgen mit ausgewählten Aktionären etwa 50% der Aktien an der BVH im Wege einer gemischten Sacheinlage erworben. Zusätzliche Aktien wurden von der Lloyd Fonds im Rahmen von Aktienkaufverträgen mit weiteren Aktionären bzw. auf Basis eines öffentlichen Übernahmeangebots zu jeweils €63,50 je BVH Aktie erworben. Insgesamt erlangte die Lloyd Fonds dadurch einen Anteil von rund 98,0% an der BVH, wie oben dargestellt. Nach Abschluss der Vollzugsbedingungen, insbesondere des Inhaberkontrollverfahrens, gehört die BVH seit April 2022 zum Lloyd Fonds Konzern.
32. Ein Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag zwischen der Lloyds Fonds und der BVH besteht nicht.

2. Steuerliche Verhältnisse

33. Bis zum 31. Dezember 2021 bestanden keine Organschaftsverhältnisse zwischen der BVH und ihren Tochtergesellschaften. Ab dem Geschäftsjahr 2022 besteht eine umsatzsteuerliche Organschaft. Eine körperschaftsteuerliche und gewerbesteuerliche Organschaft zwischen der BVH als Organträgerin und ihren Tochtergesellschaften als Organgesellschaften soll für das Geschäftsjahr 2022 durch Gewinnabführungsverträge begründet werden, die vor der geplanten Verschmelzung unterzeichnet werden sollen.

34. Die BVH weist zum 31. Dezember 2021 auskunftsgemäß einen körperschaft- sowie gewerbesteuerlichen Verlustvortrag in Höhe von €309.813 aus. Steuerliche Bescheide hierüber liegen noch nicht vor.
35. Steuerliche Verlustvorträge bei den Tochtergesellschaften bestehen zum 31. Dezember 2021 nicht.
36. Die letzte abgeschlossene Betriebsprüfung für die MFI umfasste den Veranlagungszeitraum 2016 bis 2018. Für die BVG und MC wurden seit deren Erwerb durch die BVAG bzw. die BVH keine steuerlichen Betriebsprüfungen durchgeführt.

II. Transaktionshistorie

37. Nach der Gründung der BVH im Jahr 2018 gehörte die Gesellschaft als 100-prozentige Tochtergesellschaft der BVAG bis zum Jahr 2020 zum BVAG Konzern und wurde entsprechend in die Konzernabschlüsse der BVAG der Geschäftsjahre 2018 bis 2020 durch Vollkonsolidierung einbezogen.
38. Im August 2018 wurden durch die BVH zunächst 49% der Anteile an der MC erworben. Im Konzernabschluss der BVAG wurde diese Beteiligung in den Geschäftsjahren 2018 und 2019 nach der At-Equity-Methode bilanziert. Die restlichen 51% der Anteile an der MC wurden von der BVH mit Wirkung zum 1. Januar 2020 erworben, so dass die MC im Konzernabschluss der BVAG für das Geschäftsjahr 2020 vollkonsolidiert wurde.
39. Die MFI wurde im Januar 2018 von der BVAG erworben und in den Geschäftsjahren 2018 bis 2020 in den Konzernabschlüssen der BVAG vollkonsolidiert.
40. Die BVG wurde im Dezember 2019 von der BVAG erworben und mit Wirkung zum 1. Dezember 2019 im Konzernabschluss der BVAG vollkonsolidiert.
41. Außerdem wurden im Jahr 2019 zwei weitere Transaktionen vollzogen. Die Aurecon Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH, München, wurde veräußert und mit Wirkung zum 31. August 2019 aus dem BVAG Konzern entkonsolidiert. Außerdem veräußerte die BVAG die Filiale in Altötting mit Wirkung zum Oktober 2019.
42. Weitere Maßnahmen wurden im Jahr 2021 vollzogen, aus denen die aktuelle gesellschaftliche Struktur der BVH hervorging. Die Bayerische Vermögen Service AG, Trostberg, eine 100-prozentige Tochtergesellschaft der BVAG, wurde mit Wirkung zum 1. Januar 2021 auf die BVH verschmolzen. Außerdem wurden mit Wirkung zum 1. Januar 2021 sämtliche Geschäftsanteile der BVAG an der MFI und an der BVG auf die BVH übertragen. Des Weiteren wurde zum 1. Januar 2021 das bis dato bei der BVAG angesiedelte Privatkundengeschäft des Standorts München in die BVG eingebracht.

43. In der Folge wurden die Aktien an der BVH von der BVAG auf deren Aktionäre übertragen, wodurch der BVAG Konzern aufgelöst wurde. Bei der BVAG verblieb zunächst noch das Privatkundengeschäft der Standorte Trostberg, Frammersbach und Holzkirchen.
44. Das Privatkundengeschäft der Standorte Trostberg, Frammersbach und Holzkirchen wurde per Asset Deal zum 1. Januar 2022 von der BVAG auf die BVG übertragen.
45. Das Bewertungsobjekt umfasst daher die BVH mit ihren Tochtergesellschaften BVG, MFI und MC („BVH Gruppe“) und deren Geschäftsfeldern private Vermögensverwaltung (inkl. der Standorte Trostberg, Frammersbach und Holzkirchen), Finanzportfolioverwaltung für institutionelle Kunden sowie Allokationsberatung.
46. Aktuell wird der Erwerb der Selection Asset Management GmbH, München („SAM“), angestrebt. Die avisierte Transaktion ist durch eine von den Vertragsparteien am 2. Mai 2022 unterzeichnete Absichtserklärung („Letter of Intent“), einen verhandelten Kaufpreis sowie eine vorliegende Unternehmensplanung ausreichend konkretisiert. Aus diesem Grund erachten wir es als sachgerecht, einen möglichen Wertbeitrag aus der Transaktion im Rahmen der Ermittlung der angemessenen Barabfindung als Sonderwert zu berücksichtigen.

III. Wirtschaftliche Grundlagen

1. Geschäftstätigkeit

47. Die BVH Gruppe ging im Jahr 2021 aus dem BVAG Konzern hervor. Die BVAG geht zurück auf die im Jahr 1998 gegründete Neue Vermögen AG, die im Jahr 2014 in die Bayerische Vermögen AG umfirmiert wurde. Die drei Tochtergesellschaften BVG, MFI und MC bilden heute die Geschäftsbereiche Privatkunden, institutionelle Kunden und Allokationsberatung, die nach erfolgter Umstrukturierung 2021 unter dem Dach der BVH geführt werden. Aktuell sind in der BVH Gruppe auskunftsgemäß zwei Vorstände und 54 Mitarbeiter beschäftigt. Zum 31. März 2022 verfügt die BVH Gruppe über Assets under Management („AuM“) in Höhe von ca. €2.510 Mio., wovon ca. €824 Mio. auf die private Vermögensverwaltung (BVG) und ca. €1.685 Mio. auf die Finanzportfolioverwaltung für institutionelle Kunden (MFI) entfallen. Die von der MC beratenen Mandate belaufen sich zum 31. März 2022 auf ein Volumen von ca. €1.704 Mio.
48. Die pro forma konsolidierten und um die Standorte Trostberg, Frammersbach und Holzkirchen ergänzten Provisionserträge der BVH Gruppe betragen im Geschäftsjahr 2021 ca. €9,9 Mio. Das adjustierte Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit lag bei ca. €3,1 Mio. und übertraf aufgrund des positiven Kapitalmarktumfelds die Vorjahresergebnisse deutlich.

49. Die BVG ist eine 100-prozentige Tochtergesellschaft der BVH, die aus der im Jahr 2019 akquirierten Value Asset Management GmbH hervorgegangen ist. Die BVG ist eine diskretionäre Vermögensverwaltung für Privatkunden, die auf Basis von Musterportfolios arbeitet, die sich nach Mindesteinlage und Risikobereitschaft (defensiv, ausgewogen, dynamisch) unterscheiden. Während bei der Anlagestrategie „defensiv“ das Portfolio überwiegend aus Rententiteln besteht, besteht das Portfolio bei der Anlagestrategie „dynamisch“ überwiegend aus Aktien. Depotführende Banken sind die DAB BNP Paribas sowie die V-Bank.
50. Die MFI ist eine Finanzportfolioverwaltung für institutionelle Kunden und betreut Spezialfonds für einzelne Kunden sowie Publikumsfonds. Bei den kundennahen Fonds handelt es sich überwiegend um Rentenfonds (risikoaverse Kunden wie kirchliche Einrichtungen, Stiftungen, Unternehmen, Versicherungen etc.). Publikumsfonds sind regelmäßig Aktien- oder Mischfonds.
51. Die MC erbringt Beratungsdienstleistungen in den Bereichen strategische und taktische Asset Allokation, Marktresearch und Consulting für institutionelle Anleger sowie teilweise gruppenintern.
52. Die Gebührenmodelle der BVH Gruppe sind (kunden-)individuell und unterscheiden sich in ihrer Gestaltung je nach Geschäftsbereich bzw. Tochtergesellschaft. Im Privatkundenbereich und im institutionellen Geschäft wird neben einer fixen Gebühr (als Prozentsatz der AuM) für einzelne Mandate auch eine variable, erfolgsabhängige Performance Gebühr vereinbart. Demgegenüber hat das Gebührenmodell in der Allokationsberatung einen pauschaleren Charakter.
53. Die im Geschäftsjahr 2021 gemäß den HGB Einzelabschlüssen erwirtschafteten Provisionserträge belaufen sich auf ca. €2,9 Mio. für die BVG, ca. €4,3 Mio. für die MFI und ca. €1,5 Mio. für die MC. Die Provisionserträge der Standorte Trostberg, Frammersbach und Holzkirchen betragen ca. €1,5 Mio.

2. Markt und Wettbewerb

Marktabgrenzung

54. Die BVH Gruppe verwaltet und berät privates und institutionelles Vermögen mit Fokus auf die Anlageklassen Aktien, Renten und Fonds, wobei es sich bei den Fonds im Wesentlichen um Aktienfonds, Rentenfonds und Mischfonds handelt. Zu den Kunden der BVH Gruppe zählen im Wesentlichen private und institutionelle Kunden mit Sitz in Deutschland. Der relevante Markt ist daher der deutsche Markt für Vermögensverwaltung mit Bezug auf die Anlageklassen Aktien, Renten und Fonds.

Gesamtwirtschaftliche Entwicklung

55. Die Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts („BIP“) sowie der Inflation sind geeignete Indikatoren zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Unter Zugrundelegung der Prognosen des Internationalen Währungsfonds, Washington, D.C./USA („IWF“, April 2022) sind nachfolgend die Entwicklungen von realem BIP und Inflation für den Zeitraum 2020 bis 2026 dargestellt, wobei es sich ab 2022 um Prognosen handelt.

Reales Bruttoinlandsprodukt

Prozentuale Veränderung zum Vorjahr

Land/Region	Ist		Prognose				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Deutschland	(4,6%)	2,8%	2,1%	2,7%	1,5%	1,4%	1,2%
EU	(5,9%)	5,4%	2,9%	2,5%	2,1%	1,9%	1,8%
Eurozone	(6,4%)	5,3%	2,8%	2,3%	1,8%	1,6%	1,5%
Weltweit	(3,1%)	6,1%	3,6%	3,6%	3,4%	3,4%	3,3%

Inflation

Prozentuale Veränderung der Verbraucherpreise zum Vorjahr

Land/Region	Ist		Prognose				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Deutschland	(0,7%)	5,7%	4,7%	2,5%	1,8%	1,9%	2,0%
EU	0,1%	5,3%	4,8%	2,6%	2,0%	2,0%	1,9%
Eurozone	(0,3%)	5,0%	4,2%	2,1%	1,8%	1,8%	1,8%
Weltweit	2,8%	6,4%	6,8%	4,1%	3,5%	3,3%	3,3%

Quelle: IWF Weltwirtschaftsbericht Datenbank (April 2022)

56. In Deutschland war das Jahr 2020 aufgrund des Ausbruchs der Corona Pandemie von einem starken Einbruch der Wirtschaftsleistung und einem leicht rückläufigen Preisniveau geprägt. Eine Schrumpfung der Wirtschaftsleistung bei niedrigen bis negativen Inflationsraten war auch innerhalb der Europäischen Union („EU“), der Eurozone sowie weltweit beobachtbar.
57. In 2021 vollzog sich eine deutliche Erholung der Wirtschaftsleistung vom pandemiebedingten Einbruch, wobei die Wachstumsrate des realen BIP in Deutschland hinter dem internationalen Wachstum zurückblieb. Gleichzeitig war ein deutlicher Anstieg der Inflationsraten zu verzeichnen. Prognosen zufolge wird erst ab dem Jahr 2023 mit einer deutlichen Entspannung der Teuerungsraten gerechnet.
58. Bis 2026 gehen die Prognosen davon aus, dass sich die Wachstumsrate der Wirtschaftsleistung in Deutschland auf etwa 1,2% reduziert und sich die Inflationsrate bei etwa 2,0%, nahe dem Inflationsziel der Europäischen Zentralbank („EZB“), einpendelt.

Vermögensverwalter in Deutschland

59. Insgesamt umfasst der deutsche Markt für Vermögensverwaltung viele kleinere unabhängige Vermögensverwalter, Banken und Versicherungen. Ein großer Teil dieser Vermögensverwaltungen lässt sich nicht eindeutig der Betreuung von institutionellen oder Privatkunden zuordnen. Viele Vermögensverwaltungen bieten Dienstleistungen für beide Kundengruppen an.
60. Im Folgenden abgebildet sind die Top Ten der deutschen Vermögensverwalter in den Bereichen institutionelle Kunden und Privatkunden. Grundlage ist das jährliche Ranking von „Institutional Money – Das Fachmagazin für institutionelle Investoren“ (veröffentlicht in 2021) für Vermögensverwalter basierend auf deren AuM per Dezember 2020.
61. Sortiert nach deutschen Vermögensverwaltern, die im Bereich institutionelle Kunden AuM von bis zu zehn Milliarden Euro ausweisen, ist demnach Golding Capital Partners mit ca. €9,9 Mrd. an verwaltetem Vermögen der größte Anbieter für institutionelle Kunden innerhalb dieser Größenklasse. Die MFI belegt mit AuM von ca. €1,3 Mrd. per Dezember 2020 den 38. Rang.

Institutionelle Kunden - Top deutsche Vermögensverwalter AuM bis 10 Mrd. Euro

€ in Mio.	AuM zum 31.12.2020		
	Gesamt	Privat- kunden	Institutionelle Kunden
1 Golding Capital Partners	10.185	308	9.877
2 Hauck & Aufhäuser Global IM	11.231	2.250	8.980
3 DJE Kapital	14.382	6.040	8.342
4 Quantum	8.227	-	8.227
5 Real I. S.	11.000	3.300	7.700
6 PEH Wertpapier	10.600	3.050	7.550
7 Gutmann KAG	10.113	4.197	5.916
8 Doric	7.420	1.631	5.789
9 Lampe Asset Management	7.910	2.172	5.738
10 Yielco Investments	5.300	-	5.300
...			
38 MFI Asset Management	1.577	305	1.272

Quelle: „Institutional Money – Das Fachmagazin für institutionelle Investoren“ Ausgabe 02/2021, S. 198-200; PwC Analyse

62. Sortiert nach deutschen Vermögensverwaltern, die im Bereich Privatkunden AuM bis zu zehn Milliarden Euro ausweisen, ist demnach Merck Finck & Co Privatbankiers mit ca. €9,0 Mrd. an verwaltetem Vermögen der größte Privatkunden-Anbieter innerhalb dieser Größenklasse. Aufgrund ihrer Größe war die BVG im ursprünglichen Ranking nicht enthalten. Wir haben daher die BVG zu Zwecken der Vergleichbarkeit anhand ihrer per Dezember 2020 verwalteten AuM an ent-

sprechender Stelle im Ranking eingeordnet. Mit AuM von ca. €0,7 Mrd. läge diese nach PwC Schätzung an Stelle 38.

Privatkunden - Top deutsche Vermögensverwalter AuM bis 10 Mrd. Euro

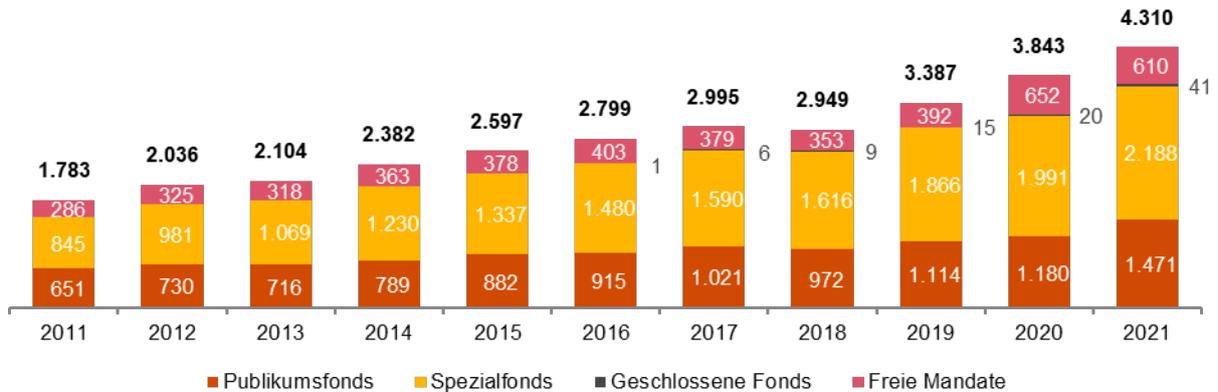
€ in Mio.	AuM zum 31.12.2020		
	Gesamt	Privatkunden	Institutionelle Kunden
1 Merck Finck & Co Privatbankiers	10.255	8.970	1.285
2 Hamburger Sparkasse	9.400	7.400	2.000
3 Wealthcap Kapitalverwaltungs mbH	9.800	7.270	2.530
4 DJE Kapital	14.382	6.040	8.342
5 Warburg Invest Gruppe	37.500	6.000	31.500
6 Metzler Asset Management	45.390	5.965	39.425
7 Acatis Investment	9.889	5.792	4.097
8 LBBW Asset und Wealth Management	79.913	5.079	74.834
9 MEAG	335.677	4.819	330.858
10 Gutmann KAG	10.113	4.197	5.916
...			
38 BV Bayerische Vermögen GmbH*	739	739	-

Quelle: „Institutional Money – Das Fachmagazin für institutionelle Investoren“ Ausgabe 02/2021, S. 198-200; PwC Analyse

Fondsmarkt in Deutschland

63. Der deutsche Fondsmarkt teilt sich zum 31. Dezember 2021 in Publikumsfonds (€1.471 Mrd. bzw. 34,1%), Spezialfonds (€2.188 Mrd. bzw. 50,8%), Anbieter von freien Mandaten (€610 Mrd. bzw. 14,2%) sowie in geschlossene Fonds (€41 Mrd. bzw. 1,0%) auf. Während Publikumsfonds grundsätzlich jedem Anleger offenstehen, können in Spezialfonds nur institutionelle Anleger investieren. Bei freien Mandaten handelt es sich um Verwaltungsmandate außerhalb der klassischen Investmentfonds, insbesondere sonstige Anbieter von Wertpapier- bzw. Immobilien-Portfolios.
64. Seit 2011 hat sich das Fondsvolumen in allen Segmenten positiv entwickelt. Spezialfonds und Publikumsfonds entwickelten sich mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate („CAGR“) von 10,0% bzw. 8,5%. Insgesamt wuchs der deutsche Fondsmarkt über den Zeitraum von 2011 bis 2021 um jährlich durchschnittlich 9,2%.

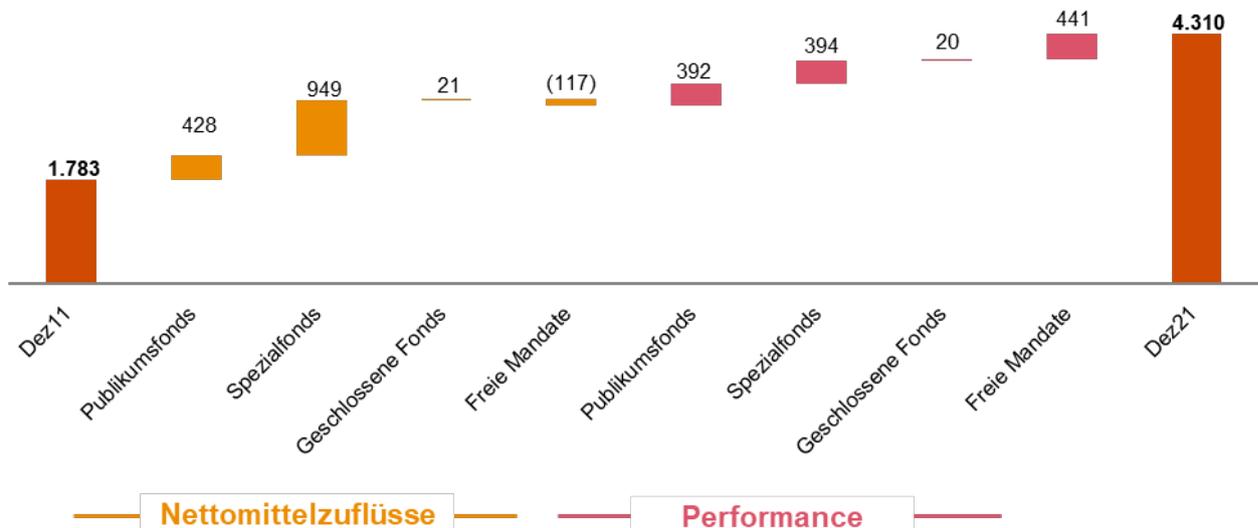
Entwicklung des Fondsmarkts in Deutschland (€ in Mrd.)



Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.; PwC Analyse

65. Der Anstieg des Fondsvolumens ist insbesondere auf Nettomittelzuflüsse von ca. €1.280 Mrd. und einen positiven Performancebeitrag von ca. €1.247 Mrd. zurückzuführen. Der Großteil der Nettomittelzuflüsse wurde dabei in Spezialfonds (ca. €949 Mrd.) investiert, gefolgt von Publikumsfonds (ca. €428 Mrd.). Den größten Performancezuwachs verzeichneten freie Mandate (ca. €441 Mrd.), gefolgt von Spezialfonds (ca. €394 Mrd.) und Publikumsfonds (ca. €392 Mrd.).

Wertveränderung des Fondsmarkts in Deutschland (€ in Mrd.)



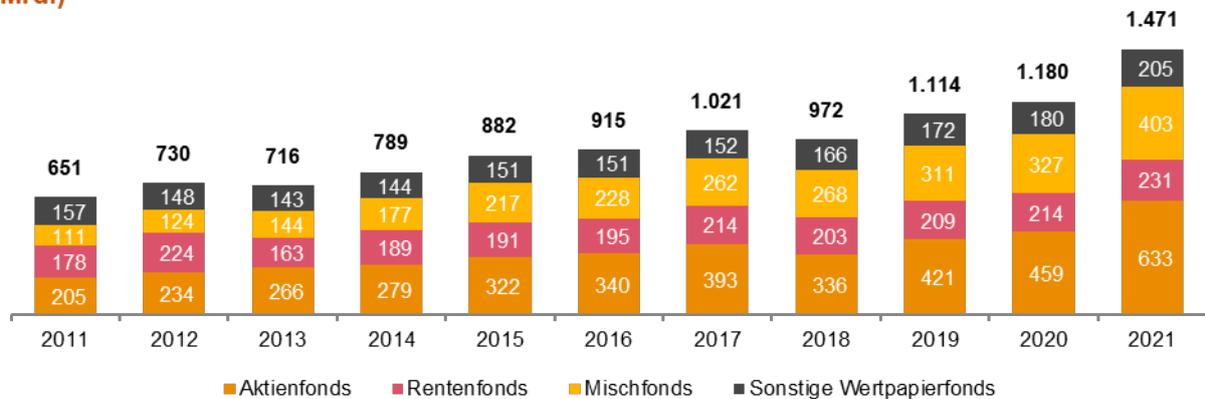
Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.; PwC Analyse

66. Betrachtet man die Entwicklung der Publikumsfonds in Deutschland detaillierter, so verzeichneten diese in den Jahren 2011 bis 2021 ein deutliches Wachstum von ca. €651 Mrd. auf €1.471 Mrd.

Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 8,5%. Bezogen auf das Jahr 2021 verteilen sich die Publikumsfonds auf die Anlageklassen Aktienfonds (€633 Mrd. bzw. 43,0%), Mischfonds (€403 Mrd. bzw. 27,4%) sowie Rentenfonds (€231 Mrd. bzw. 15,7%). Die sonstigen Wertpapierfonds mit einem Volumen von €205 Mrd. (bzw. 13,9%) umfassen u.a. Geldmarkt- und offene Immobilienfonds.

67. Zwischen 2011 und 2021 konnten Mischfonds (CAGR: 13,8%) und Aktienfonds (CAGR: 11,9%) die höchsten Zuwachsraten erzielen. Das Fondsvolumen von Rentenfonds stieg demgegenüber lediglich um durchschnittlich 2,6% pro Jahr.

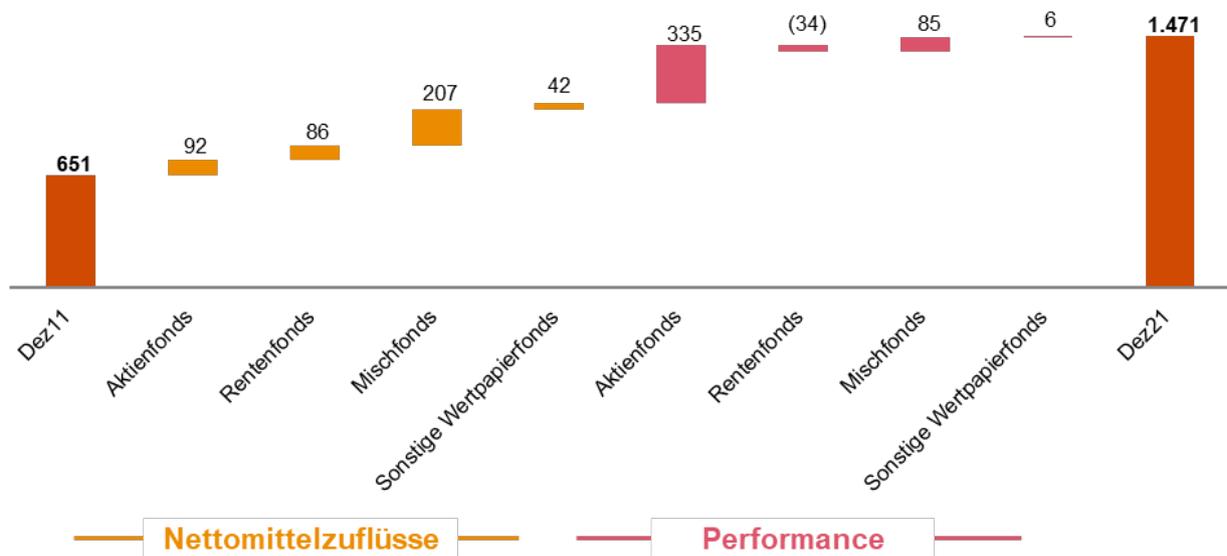
Entwicklung des Fondsvolumens von Publikumsfonds in Deutschland (€ in Mrd.)



Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.; PwC Analyse

68. Der Anstieg des Volumens der Publikumsfonds in Deutschland von 2011 bis 2021 ist auf Nettomittelzuflüsse von ca. €428 Mrd. und einen positiven Performancebeitrag von ca. €392 Mrd. zurückzuführen. Der Großteil der Nettomittelzuflüsse wurde dabei in Mischfonds (ca. €207 Mrd.), Aktienfonds (ca. €92 Mrd.) und Rentenfonds (ca. €86 Mrd.) investiert. Den größten Performancezuwachs verzeichneten Aktienfonds (ca. €335 Mrd.), gefolgt von Mischfonds (ca. €85 Mrd.). Rentenfonds verzeichneten hingegen im betrachteten Zeitraum einen leicht negativen Performancebeitrag von ca. €34 Mrd.

Wertveränderung der Publikumsfonds in Deutschland (€ in Mrd.)

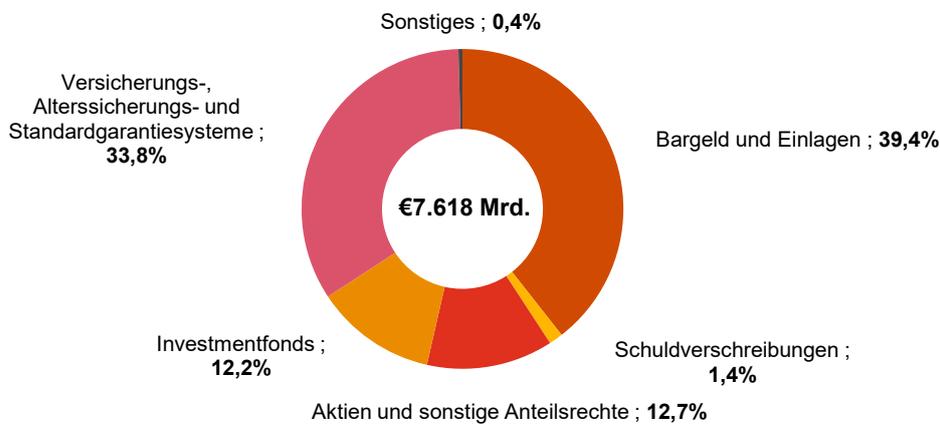


Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.; PwC Analyse

Zukünftiges Marktpotential

69. Das Geldvermögen deutscher privater Haushalte ist im Jahr 2021 um €660 Mrd. von €6.950 Mrd. auf insgesamt €7.618 Mrd. angestiegen. Im Vergleich zum Ende des Vorjahres hat sich das Geldvermögen somit um rund 9,6% erhöht. Dieses Geldvermögen privater Haushalte gliedert sich 2021 in gehaltene Bargeldbestände und Bankeinlagen (ca. 39,4%), in Ansprüche gegenüber Versicherungen und Pensionseinrichtungen (ca. 33,8%), Aktien (ca. 12,7%) sowie Investmentfondsanteile (rund 12,2%).

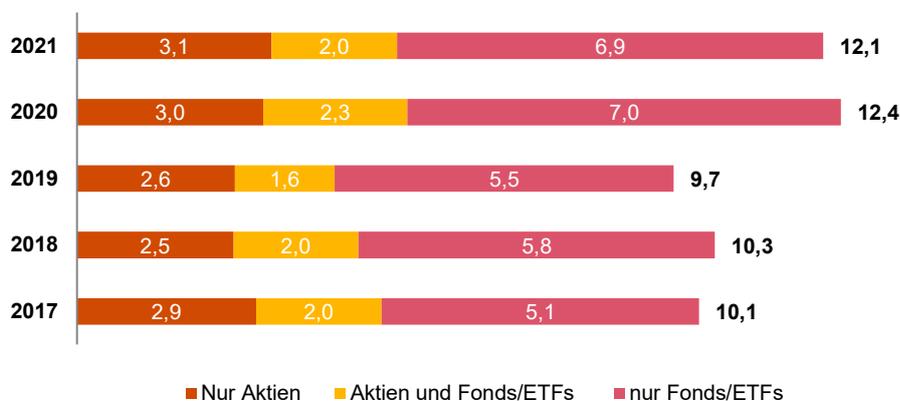
Geldvermögen privater Haushalte 2021



Quelle: Deutsche Bundesbank Pressemitteilung: „Geldvermögensbildung und Außenfinanzierung in Deutschland im vierten Quartal 2021“

70. Das im Jahr 2021 zusätzlich angesparte Geldvermögen in Höhe von €660 Mrd. floss hauptsächlich in drei Anlageformen: Investmentfonds (ca. 29,5%), Bargeld und Einlagen (ca. 30%) sowie in Aktien (ca. 25%). Diese Entwicklungen zeigen, dass v.a. in jüngerer Zeit zusätzliches Geldvermögen verstärkt in Investmentfonds und Aktien investiert wird.
71. Dies zeigen auch die Daten des Deutschen Aktieninstituts, nach denen in den Jahren 2020 und 2021 mit rund 12,4 Mio. bzw. 12,1 Mio. eine deutlich höhere Anzahl deutscher Bürger in Aktien, Aktienfonds, oder aktienbasierten ETFs investiert war, als in den Jahren zuvor.

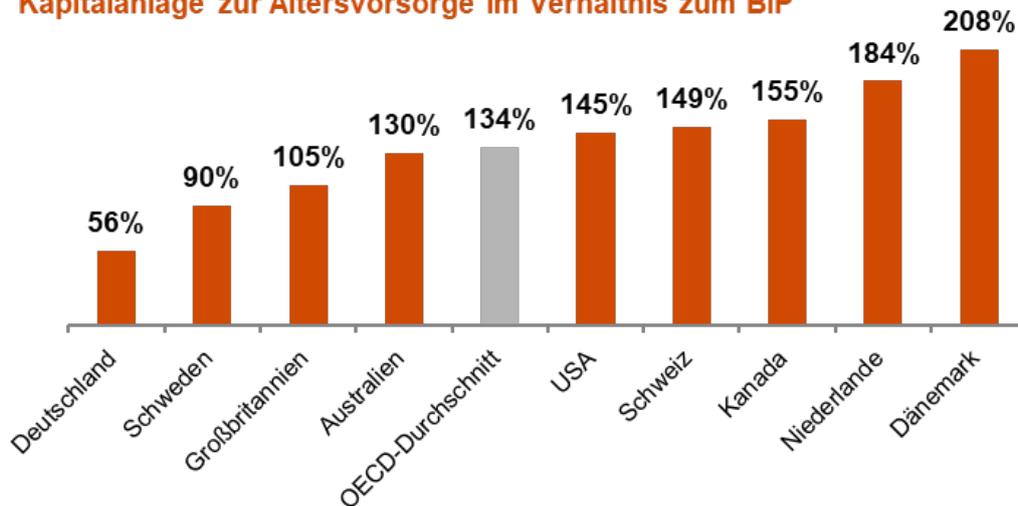
Aktienparer in Deutschland (in Mio.)



Quelle: Deutsches Aktieninstitut – Aktionärszahlen 2021

72. Zusätzliches Potential für deutsche Vermögensverwaltungen ergibt sich aus dem demografischen Wandel in Deutschland und der damit einhergehenden Herausforderung für das gesetzliche Rentensystem. Der demografische Wandel führt dazu, dass immer weniger Beitragszahlende für eine zunehmende Anzahl an Menschen im Rentenalter aufkommen müssen.
73. Deutschland weist im OECD Vergleich eine niedrige Kapitaldeckung der Altersvorsorge durch Aktien auf. So bezieht die Bevölkerung in Deutschland bisher im Durchschnitt ca. 75% ihres Netto-Renteneinkommens aus der gesetzlichen Rentenversicherung. Im OECD Durchschnitt liegt dieser Wert bei rd. 69%. Der Anteil der Kapitalanlagen zur Altersvorsorge im Verhältnis zum BIP beträgt im OECD-Durchschnitt rd. 134%. In Deutschland liegt dieser Anteil bei ca. 56%.

Kapitalanlage zur Altersvorsorge im Verhältnis zum BIP



Quelle: Deutsches Aktieninstitut – Studie „Altersvorsorge mit Aktien zukunftsfest machen“

74. Aufgrund gesetzlicher Änderungen in Deutschland wird das gesetzliche Rentenniveau vor Steuern von 51,6% im Jahr 2010 auf voraussichtlich rd. 44,3% im Jahr 2030 sinken. Um die dadurch entstehende Lücke in der gesetzlichen Rente zu schließen, muss die Bevölkerung zusätzliche private Ersparnisse aufbauen. Eine Möglichkeit dazu stellt die kapitalmarktbasierende Altersvorsorge dar.
75. Zusammenfassend ist festzuhalten, dass aktuelle Entwicklungen ein verstärktes Interesse der deutschen Bevölkerung an Kapitalmarkttiteln zeigen. Zukünftiges Marktpotential ergibt sich insbesondere auch aus der zunehmenden Notwendigkeit zur privaten kapitalmarktbasierenden Altersvorsorge.

3. Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

76. Wie unter C. II. Transaktionshistorie beschrieben umfasst das Bewertungsobjekt die Geschäftsfelder private Vermögensverwaltung, Finanzportfolioverwaltung für institutionelle Kunden sowie die Allokationsberatung, die aus dem BVAG Konzern des Geschäftsjahres 2020 auf die BVH Gruppe übergangen. Aus diesem Grund ist die heutige BVH Gruppe strukturell vergleichbar mit dem BVAG Konzern des Geschäftsjahres 2020.
77. Ausgangspunkt der Analyse der historischen Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sind daher die geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlüsse der BVAG für die Geschäftsjahre 2019 und 2020. Aufgrund der strukturellen Veränderungen des BVAG Konzerns im Jahr 2019 haben wir pro forma Like-for-Like („LfL“) Anpassungen vorgenommen, um eine geeignete Vergleichsbasis für das Geschäftsjahr 2019 herzustellen. Dabei haben wir insbesondere eine pro forma Konsolidierung derjenigen Gesellschaften vorgenommen, die den BVAG Konzern des Geschäftsjahres 2020 bilden.
78. Da der BVAG Konzern im Jahr 2021 aufgelöst wurde, liegt für das Geschäftsjahr 2021 kein BVAG Konzernabschluss vor. Ein Konzernabschluss für die BVH für das Geschäftsjahr 2021 wurde ebenfalls nicht erstellt. Wir haben daher pro forma auf Grundlage von Informationen und Unterlagen der BVH einen Konzernabschluss der BVH für das Geschäftsjahr 2021 abgeleitet. Ausgangsbasis hierfür bildeten die Einzelabschlüsse der Gesellschaften BVH, BVG, MFI und MC (Einzelabschlüsse der BVG und MFI sind geprüft). Diesen haben wir LfL um die Standorte Trostberg, Frammersbach und Holzkirchen angepasst, die im Geschäftsjahr 2021 noch bei der BVAG angesiedelt waren, zwischenzeitlich aber auf die BVG übergegangen sind.
79. Die im Zusammenhang mit der Transaktionshistorie im Rahmen der jeweiligen Kaufpreisallokationen auf Konzernebene der BVAG entstandenen Geschäfts- und Firmenwerte sowie Kundenbeziehungen (Kundenstamm) und die daraus resultierenden Abschreibungseffekte haben wir im Rahmen unserer LfL Anpassungen in den Geschäftsjahren 2019 und 2020 eliminiert, da diese auch in der Planung keine Berücksichtigung finden. Aus Bewertungssicht halten wir dies für sachgerecht, da diese Abschreibungen steuerlich nicht nutzbar sind und lediglich in den Konzernabschluss eingehen.
80. Um eine Vergleichbarkeit der Vergangenheitsergebnisse mit den Planzahlen der Unternehmensprognose zu erreichen, haben wir die historische Ertragslage um Einmal- und Sondereffekte sowie periodenfremde Ergebniseffekte (Quality of Earnings = „QoE“) bereinigt.
81. Die Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage basiert auf der Rechnungslegung des BVAG Konzerns bzw. der BVH Gruppe nach HGB.

a) Vermögens- und Finanzlage

82. Die Vermögens- und Finanzlage stellt sich für die Geschäftsjahre 2019 bis 2021 unter Berücksichtigung von LfL Anpassungen wie folgt dar:

Bilanz LfL adjustiert € in Tsd.	BVAG Konzern 2019		BVAG Konzern 2020		BVH Konzern 2021	
		% BS		% BS		% BS
Barreserve	0	0,0%	1	0,0%	0	0,0%
Forderungen an Kreditinstitute	4.886	61,7%	4.892	63,0%	5.259	67,2%
Forderungen an Kunden	2.291	28,9%	2.475	31,9%	2.309	29,5%
Aktien/nicht festverzinsliche Wertpapiere	64	0,8%	44	0,6%	-	0,0%
Beteiligungen	5	0,1%	5	0,1%	5	0,1%
Immaterielle Anlagewerte	2	0,0%	1	0,0%	1	0,0%
Sachanlagen	178	2,2%	144	1,9%	82	1,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	320	4,0%	155	2,0%	128	1,6%
Rechnungsabgrenzungsposten	174	2,2%	53	0,7%	38	0,5%
Aktiva	7.920	100,0%	7.770	100,0%	7.822	100,0%
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	14	0,2%	13	0,2%	-	0,0%
Verbindlichkeiten ggü. Kunden	34	0,4%	112	1,4%	178	2,3%
Sonstige Verbindlichkeiten	721	9,1%	427	5,5%	1.013	12,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	6	0,1%	-	0,0%	-	0,0%
Rückstellungen	1.460	18,4%	1.190	15,3%	1.906	24,4%
Steuerrückstellungen	108	1,4%	74	1,0%	743	9,5%
andere Rückstellungen	1.352	17,1%	1.116	14,4%	1.163	14,9%
Fonds für allgemeine Bankrisiken	750	9,5%	800	10,3%	350	4,5%
Eigenkapital	4.935	62,3%	5.227	67,3%	4.375	55,9%
Passiva	7.920	100,0%	7.770	100,0%	7.822	100,0%

Quelle: PwC Analyse basierend auf von der BVH zur Verfügung gestellten Informationen und Unterlagen

83. Für das Geschäftsjahr 2019 haben wir eine pro forma Konsolidierung derjenigen Gesellschaften vorgenommen, die den BVAG Konzern des Geschäftsjahres 2020 bilden. Aus diesem Grund haben wir die MC als vollkonsolidierte Gesellschaft berücksichtigt, die im geprüften Konzernabschluss des Jahres 2019 noch nach der At-Equity-Methode bilanziert war. Des Weiteren haben wir wie eingangs beschrieben die im BVAG Konzern bilanzierten Geschäfts- und Firmenwerte sowie Kundenbeziehungen inklusive der latenten Steuern (auf die Kundenbeziehungen) eliminiert und gegen das Eigenkapital verrechnet.
84. Die Bilanz für das Geschäftsjahr 2020 entspricht der geprüften Konzernbilanz der BVAG, bereinigt um die Geschäfts- und Firmenwerte sowie Kundenbeziehungen inklusive der latenten Steuern (auf die Kundenbeziehungen).
85. Für das Geschäftsjahr 2021 haben wir eine pro forma Konsolidierung der Gesellschaften der BVH Gruppe vorgenommen, d.h. BVH, BVG, MFI und MC. Die Vermögensgegenstände und Schulden des Privatkundengeschäfts der Standorte Trostberg, Holzkirchen und Frammersbach wurden erst mit Wirkung zum 1. Januar 2022 per Asset Deal von der BVAG auf die BVG übertragen. Da die BVAG im Geschäftsjahr 2021 nicht mehr im Konsolidierungskreis enthalten ist, wären die aus den

Standorten übertragenen Vermögenswerte und Schulden im Sinne einer LfL Betrachtung zusätzlich zu berücksichtigen. Hierauf wurde vorliegend verzichtet, da auskunftsgemäß größtenteils abgeschriebene Büroeinrichtung und Ähnliches übertragen wurde und der Bilanzwert des übertragenen Nettovermögens einen Betrag von €10 Tsd. nicht überschritten hat.

86. Unter Berücksichtigung der vorgenommenen LfL Anpassungen entwickelte sich die Bilanzsumme der Gesellschaft in den Geschäftsjahren 2019 bis 2021 in einer Bandbreite zwischen €7,8 Mio. und €7,9 Mio. relativ stabil.
87. Bei den Forderungen an Kreditinstitute handelt es sich im Wesentlichen um täglich fällige Bankengelder, die den Großteil der Aktiva ausmachen. Die Forderungen an Kreditinstitute haben im Betrachtungszeitraum einen Anteil von ca. 62% bis ca. 67% der Bilanzsumme. Wesentliche kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten bestehen hingegen nicht.
88. Die Forderungen an Kunden bestehen im Wesentlichen aus Honorarforderungen sowie Forderungen aus dem Dienstleistungsgeschäft gegenüber Geschäftspartnern. Sie liegen im Betrachtungszeitraum zwischen €2,3 Mio. und €2,5 Mio. und haben einen Anteil von ca. 29% bis ca. 32% der Bilanzsumme. Demgegenüber stehen deutlich geringere Verbindlichkeiten gegenüber Kunden, die im Betrachtungszeitraum unterhalb von €0,2 Mio. liegen und überwiegend aus zu zahlenden Provisionen an Vertriebspartner bestehen.
89. Die Gesellschaft verfügt über keine wesentlichen immateriellen Vermögensgegenstände. Auch Sachanlagen, im Wesentlichen Pkw sowie Betriebs- und Geschäftsausstattung, bestehen nur in Höhe von ca. 1% bis ca. 2% der Bilanzsumme.
90. Die sonstigen (kurzfristigen) Verbindlichkeiten umfassen u.a. Verbindlichkeiten für Steuern und Abgaben und betragen stichtagsbezogen ca. 6% bis ca. 13% der Bilanzsumme. Langfristige externe Finanzschulden bestehen nicht.
91. Die Rückstellungen umfassen Steuerrückstellungen für Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag, die aufgrund des im historischen Vergleich überdurchschnittlichen Jahresergebnisses des Geschäftsjahres 2021 zum 31. Dezember 2021 deutlich angestiegen sind. Die anderen Rückstellungen umfassen u.a. Rückstellungen für Personalkosten, Altersteilzeit, Tantiemen, Urlaub, Überstunden etc. Sie belaufen sich auf ca. 14% bis ca. 17% der Bilanzsumme.
92. Die Gesellschaft ist in hohem Maße eigenkapitalfinanziert. Unter Berücksichtigung des Fonds für allgemeine Bankrisiken beträgt die Eigenkapitalquote im Betrachtungszeitraum zwischen ca. 60% und ca. 78%. Dabei ist anzumerken, dass sich der Konsolidierungskreis im Geschäftsjahr 2021 geändert hat. Dadurch ist das Eigenkapital im Geschäftsjahr 2021 im Vergleich zum Vorjahr um die bei der BVAG verbleibenden Nettovermögenswerte reduziert. Zum 31. Dezember 2021 bestehen

keine Finanzverbindlichkeiten.

b) Ertragslage

93. Für das Geschäftsjahr 2019 haben wir eine Vergleichsbasis für die Ertragslage abgeleitet, indem wir eine pro forma Konsolidierung derjenigen Gesellschaften vorgenommen haben, die den BVAG Konzern des Geschäftsjahres 2020 bilden. Insbesondere haben wir sämtliche Ergebnisbeiträge der Aurecon eliminiert. Außerdem haben wir die Ergebnisbeiträge der BVG für das Gesamtjahr 2019 berücksichtigt, da die BVG im BVAG Konzernabschluss erst ab Dezember 2019 konsolidiert wurde. Im Vergleich zum BVAG Konzernabschluss wurde zudem die MC als vollkonsolidierte Gesellschaft berücksichtigt. Des Weiteren haben wir im Rahmen der LfL Anpassungen die Abschreibungen auf Geschäfts- und Firmenwerte sowie Kundenbeziehungen eliminiert.
94. Für das Geschäftsjahr 2020 haben wir im Vergleich zum BVAG Konzernabschluss im Rahmen der LfL Anpassungen lediglich die Abschreibungen auf Geschäfts- und Firmenwerte sowie Kundenbeziehungen eliminiert.
95. Für das Geschäftsjahr 2021 haben wir eine pro forma Konsolidierung der Gesellschaften der BVH Gruppe vorgenommen, d.h. BVH, BVG, MFI und MC. Da das Privatkundengeschäft der Standorte Trostberg, Holzkirchen und Frammersbach erst mit Wirkung zum 1. Januar 2022 von der BVAG auf die BVG übertragen wurde, sind die Ergebnisbeiträge dieser Standorte im Sinne einer LfL Betrachtung zusätzlich zu berücksichtigen. Außerdem wurde der im Geschäftsjahr 2021 noch bei der BVAG verbuchte Personalaufwand für Mitarbeiter im Bereich Zentraldienstleistungen berücksichtigt, da diese Mitarbeiter zwischenzeitlich auf die BVH übergegangen sind.
96. In allen Perioden haben wir Bereinigungen um Einmal- und Sondereffekte sowie periodenfremde Ergebniseffekte vorgenommen. Die Überleitung des Ergebnisses der normalen Geschäftstätigkeit mittels LfL und QoE Anpassungen auf ein normalisiertes Niveau kann der folgenden Abbildung entnommen werden:

Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit LfL und QoE adjustiert € in Tsd.	BVAG Konzern 2019	BVAG Konzern 2020	BVH Konzern 2021
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit (berichtet)*	522	746	3.047
Like-for-Like Anpassungen			
Zeitanteiliger Ergebnisbeitrag (12/2019)	(23)		
Pro forma Ergebnisbeitrag (Gesamtjahr 2019)	54		
PPA Abschreibungen (2019 zeitanteilig)	0	8	
BVG	32	8	-
PPA Abschreibungen	158	158	
MFI	158	158	-
At-Equity Beteiligungsertrag (49.0% Anteile)	(38)		
Pro forma Ergebnisbeitrag (100% Anteile)	251		
PPA Abschreibungen		212	
MC	212	212	-
Zeitanteiliger Ergebnisbeitrag Filiale Altötting (DB 2)	(98)		
Filiale Altötting	(98)		
Zeitanteiliger Ergebnisbeitrag (bis 08/2019)	5		
Zeitanteilige PPA Abschreibungen (bis 08/2019)	3		
Aurecon	8		
Ergebnisbeitrag Trostberg (DB 2)			94
Ergebnisbeitrag Holzkirchen (DB 2)			158
Ergebnisbeitrag Frammersbach (DB 2)			136
Personalaufwand Zentraldienstleistungen			(399)
Ergebnisbeitrag Standorte abzgl. Zentraldienstleistungen			(11)
LfL Anpassungen gesamt	312	377	(11)
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit (LfL adj.)	834	1.123	3.036
Einmal- und Sondereffekte (QoE)			
Rechtsstreitigkeit i.Z.m. Beratungsleistungen	35	(125)	
Rechts- und Beratungskosten i.Z.m. Umstrukturierung	26	45	
Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken	500	50	
Verkaufserlös Abspaltung Standort Altötting	(350)		
Veräußerungsertrag AURECON	(8)		
Rechtsberatungskosten i.Z.m. der Transaktion (Nov. - Dez. 2021)			85
Einmal- und Sondereffekte gesamt	203	(30)	85
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit (LfL und QoE adj.)	1.037	1.093	3.121

*Geschäftsjahre 2019 und 2020 gemäß geprüftem Konzernabschluss der BVAG; Geschäftsjahr 2021 pro forma konsolidiert für BVH Gruppe.

Quelle: PwC Analyse basierend auf von der BVH zur Verfügung gestellten Informationen und Unterlagen

97. Auskunftsgemäß wurden im Geschäftsjahr 2017 Rückstellungen für Prozessrisiken gegenüber sechs Kunden gebildet, die aufgrund zurückliegender Beratungsleistungen eine Schadenersatzklage gegen die BVAG erhoben haben. Insgesamt wurden in diesem Zusammenhang jeweils €75 Tsd. pro Kunde zurückgestellt, d.h. insgesamt €450 Tsd. Davon wurden im Geschäftsjahr 2018 €75 Tsd. verbraucht. Im Geschäftsjahr 2019 wurden weitere €235 Tsd. verbraucht. Für vier Kunden waren die Rückstellungen nicht ausreichend, so dass weitere €175 Tsd. im Geschäftsjahr 2019 aufwandswirksam erfasst wurden. Für die restlichen zwei Kunden konnten hingegen Rückstellungen von €140 Tsd. ertragswirksam aufgelöst werden. Saldiert ergibt sich daher im Geschäftsjahr 2019 ein zusätzlicher Aufwand von €35 Tsd. Hierbei handelt es sich um einen Einmaleffekt, da auskunftsgemäß noch nie ein vergleichbarer Prozess (Art und Ausmaß) gegen die Gesellschaft angestrebt wurde. Zudem resultierten die Prozessrisiken aus Beratungsleistungen i.Z.m. illiquiden Wertpapieren - ein Bereich, in dem die Gesellschaft nicht mehr tätig ist. Im Geschäftsjahr 2020

wurden für diesen Sachverhalt erstattete Versicherungsentschädigungen in Höhe von €125 Tsd. in den sonstigen betrieblichen Erträgen erfasst.

98. Die Maßnahmen zur Umstrukturierung des Konzerns verursachten in den Geschäftsjahren 2019 und 2020 zusätzliche Rechts- und Beratungskosten, die Einmaleffekte im Zuge der Umstrukturierungsmaßnahmen darstellen. Nach Auskunft des Managements fielen in diesem Zusammenhang Aufwendungen von €26 Tsd. im Geschäftsjahr 2019 und €45 Tsd. im Geschäftsjahr 2020 an. Rechts- und Beratungskosten im Zusammenhang mit den Umstrukturierungsmaßnahmen des Geschäftsjahres 2021 wurden buchhalterisch bei der BVAG erfasst, die 2021 nicht mehr zum Konsolidierungskreis gehört. Aus diesem Grund sind für das Geschäftsjahr 2021 keine Anpassungen erforderlich.
99. In den Geschäftsjahren 2019 und 2020 wurden Rücklagen in den Fonds für allgemeine Bankrisiken von €500 Tsd. bzw. €50 Tsd. eingestellt. Diese sind nach § 340g Abs. 2 HGB aufwandswirksam zu erfassen, stellen ökonomisch betrachtet aber eher eine Ergebnisverwendung dar. Die Rücklagen sind daher wirtschaftlich dem Eigenkapital zurechenbar. Da § 340g Abs. 1 HGB die Bildung dieser Rücklagen erlaubt, jedoch nicht verpflichtend vorschreibt, besteht eine Wahlmöglichkeit für das bilanzierende Unternehmen. Aus Gründen der Vergleichbarkeit ist eine Betrachtung zweckmäßig, die um die Zuführungen zum Fonds für allgemeine Bankrisiken bereinigt ist.
100. Die Filiale Altötting wurde mit Wirkung zum Oktober 2019 veräußert. Dabei ist ein Veräußerungsertrag in Höhe von €350 Tsd. angefallen, der als Sondereffekt bereinigt wurde.
101. Im Zusammenhang mit der Veräußerung und Entkonsolidierung der Aurecon ist im Geschäftsjahr 2019 ein Veräußerungsgewinn in Höhe von €8 Tsd. entstanden, den wir als Einmaleffekt bereinigt haben.
102. In den Monaten November und Dezember 2021 sind nach Auskunft des Managements der Gesellschaft Rechtsberatungskosten bei der BVH in Höhe von etwa €85 Tsd. angefallen, die im Zusammenhang mit dem Erwerb durch die Lloyd Fonds stehen und einen Einmaleffekt darstellen.
103. Unter Berücksichtigung der vorgenommenen Anpassungen stellt sich die normalisierte Ertragslage der Gesellschaft für die Geschäftsjahre 2019 bis 2021 wie folgt dar:

Gewinn- und Verlustrechnung Ist-Zahlen LfL und QoE adj. € in Tsd.	BVAG Konzern 2019	BVAG Konzern 2020	BVH Konzern 2021	CAGR 19-21
Finanzergebnis	41	8	(4)	
Provisionsergebnis	7.988	7.350	9.177	7,2%
davon Provisionserträge	8.672	7.889	9.922	7,0%
davon fixe Gebühr	8.399	7.795	8.508	0,6%
davon Performance Gebühr	273	95	1.414	127,7%
davon Provisionsaufwendungen	(684)	(539)	(745)	4,4%
Sonstige betriebliche Erträge	300	265	95	-43,8%
Gesamterträge	8.329	7.623	9.268	5,5%
Personalaufwendungen	(4.887)	(4.492)	(4.774)	-1,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(2.304)	(1.963)	(1.326)	-24,1%
Abschreibungen auf Sachanlagen	(72)	(59)	(39)	-26,2%
Abschreibungen auf Forderungen u. Wertpapiere & Zuführungen zu Rückstellungen im Kreditgeschäft	(38)	(17)	(8)	
Erträge aus Zuschreibungen zu Beteiligungen und wie Anlagevermögen behandelten Wertpapieren	9	-	-	
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	1.037	1.093	3.121	73,5%
Ergebnismarge (in % der Gesamterträge)	12,4%	14,3%	33,7%	
Durchschnittliche Assets under Management				
Vermögensverwaltung (BVG)	707.143	723.225	793.356	
Fonds (MFI)	1.627.169	1.602.118	1.672.061	
Summe	2.334.312	2.325.344	2.465.418	
in % der Assets under Management				
Personalaufwendungen	0,21%	0,19%	0,19%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,10%	0,08%	0,05%	
Abschreibungen	0,00%	0,00%	0,00%	
Summe	0,31%	0,28%	0,25%	

Quelle: PwC Analyse basierend auf von der BVH zur Verfügung gestellten Informationen und Unterlagen

104. Das Provisionsergebnis entwickelte sich im Geschäftsjahr 2020 im Vergleich zum Vorjahr rückläufig, was insbesondere auf die negativen Kapitalmarktentwicklungen in Folge des Ausbruchs der Corona-Pandemie ab März 2020 zurückzuführen ist. Bedingt durch Kursrückgänge lagen die fixen Gebühren im Jahresverlauf unterhalb des Vorjahresniveaus und in der ersten Jahreshälfte wurden keine Performance Gebühren erwirtschaftet. Die Erholung der Kapitalmärkte in der zweiten Jahreshälfte führte zu einer Stabilisierung der fixen Gebühren sowie geringen Performance Gebühren. In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass die durchschnittlichen Assets under Management keine unterjährigen Entwicklungen abbilden, da diese als einfacher Durchschnitt der Jahresanfangs- und Jahresendwerte ermittelt wurden. Da sich die Assets under Management zum Ende des Geschäftsjahres 2020 in etwa auf das Niveau zu Jahresbeginn erholt haben, sind die unterjährig niedrigeren Assets under Management in den obigen Zahlen nicht ersichtlich.

105. Die positiven Kapitalmarktentwicklungen im Jahr 2021 mit neuen Börsenhöchstständen führten zu einem im historischen Vergleich überdurchschnittlichen Provisionsergebnis im Geschäftsjahr 2021 – im Wesentlichen aufgrund von vereinnahmten Performance Gebühren in Höhe von etwa €1,4 Mio.
106. Das Provisionsergebnis lag im Geschäftsjahr 2021 mit €9,2 Mio. daher etwa €1,2 Mio. höher als im Geschäftsjahr 2019 und deutlich über dem Vorjahresniveau 2020.
107. Die sonstigen betrieblichen Erträge beinhalten in den Geschäftsjahren 2019 und 2020 insbesondere Erträge aus Vermietung und Verpachtung (Untervermietung Räumlichkeiten der BVAG an Dritte), die von ca. €104 Tsd. im Geschäftsjahr 2019 auf ca. €46 Tsd. im Geschäftsjahr 2020 gesunken sind. Im Geschäftsjahr 2021 sind diese Erträge nicht enthalten, da die BVAG nicht mehr Teil des Konsolidierungskreises ist.
108. Der Rückgang der Personalaufwendungen im Geschäftsjahr 2020 gegenüber dem Vorjahr ist insbesondere auf Kündigungen von Beratern im Geschäftsjahr 2019 und eine dadurch bedingt geringere durchschnittliche Mitarbeiterzahl im Geschäftsjahr 2020 zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2021 lag der Personalaufwand mit ca. €4,8 Mio. etwa wieder auf dem Niveau des Jahres 2019.
109. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen beinhalten im Wesentlichen den Mietaufwand für betrieblich genutzte Räume, Versicherungsprämien, EDV-Kosten sowie den Marketingaufwand. Der Rückgang im Geschäftsjahr 2020 ist im Wesentlichen auf die Konsolidierung des Filialnetzes (Reduktion von 11 auf 4 Filialen) zurückzuführen. Im Vergleich zum BVAG Konzern des Geschäftsjahres 2020 reduzierten sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen innerhalb der BVH Gruppe im Geschäftsjahr 2021 auf ein Niveau von ca. €1,3 Mio. Der Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Betrachtungszeitraum ist u.a. auf Einspareffekte durch die erfolgten Umstrukturierungen zurückzuführen.
110. Aufgrund des für das Geschäft unwesentlichen Bedarfs an immateriellen und materiellen Vermögensgegenständen des Anlagevermögens (im Wesentlichen Betriebs- und Geschäftsausstattung) besteht auch nur ein geringfügiger Abschreibungsbedarf. Die Abschreibungen lagen daher im Zeitraum 2019 bis 2021 jeweils unter €100 Tsd. pro Jahr.
111. Das adjustierte Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit lag im Geschäftsjahr 2020 in etwa auf dem Niveau des Vorjahres, da der marktbedingte Rückgang des Provisionsergebnisses durch eine Reduktion der Personalaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen kompensiert wurde. Im Marktumfeld des Geschäftsjahres 2021 konnte mit ca. €3,1 Mio. ein im historischen Vergleich überdurchschnittliches Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit erzielt werden, was

insbesondere auf vergleichsweise hohe Performance Gebühren und geringere sonstige betriebliche Aufwendungen innerhalb der BVH Gruppe zurückzuführen ist.

D. Ermittlung des Unternehmenswerts

I. Bewertungsbasis

1. Vorgehensweise und grundlegende Prämissen

112. Im Folgenden geben wir einen Überblick über das methodische Vorgehen und die wesentlichen Prämissen bei der Ableitung des Unternehmenswerts der BVH. Der Unternehmenswert setzt sich grundsätzlich aus dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens sowie aus dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens zusammen.
113. Zum 31. Dezember 2021 betragen die liquiden Mittel der BVH Gruppe gemäß den Einzelabschlüssen der Gesellschaften €5.259 Tsd., wovon nach Schätzung des Vorstands der BVH €2.250 Tsd. als betriebsnotwendige Liquidität vorzuhalten sind. Davon entfallen etwa €750 Tsd. auf die zum 31. Dezember 2021 bilanzierten Steuerrückstellungen. Eine operative Liquidität von €1.500 Tsd. ist auskunftsgemäß für das laufende Geschäft erforderlich, z.B. zum Ausgleich kurzfristiger Zahlungsspitzen im Zusammenhang mit Personalkosten und sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Bei den Überlegungen zur erforderlichen operativen Liquidität wurden außerdem regulatorische Erfordernisse berücksichtigt. Entsprechend bestand zum 31. Dezember 2021 eine rechnerische nicht betriebsnotwendige Liquidität in Höhe von €3.009 Tsd. Aus diesem Grund haben wir für die BVH Gruppe zum 31. Dezember 2021 eine ausschüttungsfähige Überschussliquidität von gerundet €3.000 Tsd. berücksichtigt. Da dieser Betrag nahezu vollständig zur eigenmittelbasierten Finanzierung der Kaufpreiszahlung der SAM in Höhe von €2.810 Tsd. benötigt wird, haben wir diesen nicht um persönliche Ertragssteuern gekürzt. Auf eine Verzinsung der risikolosen Anlage bis zum Bewertungsstichtag haben wir aus Wesentlichkeitsgründen verzichtet. Bewertungstechnisch haben wir daher die ausschüttungsfähige Liquidität von €3.000 Tsd. dem Ertragswert der BVH zum Bewertungsstichtag 25. Juli 2022 hinzugerechnet.
114. Den resultierenden Wertbeitrag aus der beabsichtigten Akquisition der SAM haben wir als Sonderwert berücksichtigt. Dabei haben wir auf der Grundlage der uns für die SAM vorgelegten Unternehmensplanung den Ertragswert aus den künftig erzielbaren Zahlungsüberschüssen ermittelt und um die vorgesehene Kaufpreiszahlung reduziert, um den Kapitalwert der Investition als Sonderwert abzuleiten.
115. Zur Ermittlung des Ertragswerts aus dem operativen Geschäft ist eine Prognose für einen Detailplanungszeitraum (Phase I) und den daran anschließenden Zeitraum (Phase II; sogenannte ewige Rente) erforderlich. Für die Phase I haben wir einen Zeitraum von fünf Geschäftsjahren (2022 bis

2026) – basierend auf der Planungsrechnung der BVH – zugrunde gelegt. Die Planungsrechnung der Gesellschaft haben wir zunächst auf Basis einer Vergangenheitsanalyse für die Geschäftsjahre 2019 bis 2021 plausibilisiert. Zu diesem Zweck wurde für die Vergangenheit eine pro forma Betrachtung durchgeführt, um die damalige Konzernstruktur auf die derzeit bestehende Konzernstruktur zu überführen. Des Weiteren wurden außerordentliche, einmalige und periodenfremde Ergebnisbestandteile identifiziert und unter Berücksichtigung dieser Sachverhalte ein bereinigtes Ergebnis abgeleitet. Die weitergehende Plausibilisierung der Plandaten und der dahinterstehenden Annahmen erfolgte auf Grundlage der von der BVH zur Verfügung gestellten Planungsdokumentation, der erteilten Auskünfte sowie unter Heranziehung externer Branchen- und Marktdaten.

116. Gegenstand der Ermittlung des Ertragswertes ist zunächst die Ableitung der künftigen Ergebnisse vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT). Für das nachhaltig erzielbare Ergebnis ab dem Geschäftsjahr 2027 (Phase II) wurde von einem nachhaltig erzielbaren Niveau der Gesamterträge in Höhe des Durchschnitts der Gesamterträge im Detailplanungszeitraum und einer nachhaltigen Ergebnis-
marge (EBIT Marge) auf dem Niveau des Planjahres 2024 ausgegangen. Hintergrund hierfür ist, dass das durchschnittliche Niveau der Gesamterträge im Detailplanungszeitraum in etwa den erwarteten Gesamterträgen des Planjahres 2024 entspricht und insoweit vergleichbare Skaleneffekte zu erwarten sind.
117. Aufgrund des vernachlässigbaren Investitionsbedarfs wurde für die Phase II ab dem Geschäftsjahr 2027 vereinfachend von einer nachhaltigen Reinvestitionsrate in Höhe der jährlichen Abschreibungen im Detailplanungszeitraum ausgegangen. Die nachhaltigen Abschreibungen wurden in Höhe der nachhaltigen Reinvestitionsrate und damit auf dem Niveau des Detailplanungszeitraums in die ewige Rente überführt.
118. Die Gesellschaft verfügt über keine externen Finanzverbindlichkeiten. Auch im Planungszeitraum ist die Gesellschaft von einer vollständigen Eigenmittelfinanzierung ausgegangen. Aus diesem Grund ist kein Finanzergebnis geplant. Vor dem Hintergrund des Geschäftsmodells erachten wir auch nachhaltig eine vollständige Eigenmittelfinanzierung als sachgerecht.
119. Die prognostizierten Ergebnisse vor Ertragssteuern haben wir sowohl um Unternehmenssteuern als auch um persönliche Ertragsteuern der Anteilseigner gekürzt. Als Unternehmenssteuern wurden die Gewerbesteuer, die Körperschaftsteuer und der Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Bei der Gewerbesteuer sind wir sowohl für die BVH als auch für die SAM von einem Gewerbesteuerhebesatz von 490% für München, dem Sitz der Gesellschaften, ausgegangen.
120. Bei der Ermittlung der Unternehmenssteuern der BVH haben wir den uns genannten steuerlichen Verlustvortrag von ca. €310 Tsd. zum 31. Dezember 2021 berücksichtigt. Dabei haben wir unterstellt, dass der steuerliche Verlustvortrag bei der BVH innerhalb der Gruppe nutzbar ist, beispiels-

weise im Rahmen einer steuerlichen Organschaft mit den Tochtergesellschaften, wie dies aktuell auch angestrebt wird.

121. Hinsichtlich der Ausschüttungen haben wir für die BVH auf Basis des Unternehmenskonzepts und der Unternehmensplanung eine Vollausschüttung im Detailplanungszeitraum unterstellt. Für die Phase der ewigen Rente haben wir unserer Bewertung eine marktübliche Ausschüttungsquote von 50% zugrunde gelegt. Wir haben ferner den nach der Abführung der Dividende verbleibenden Jahresüberschuss fiktiv den Anteilseignern zugerechnet und insoweit Wertbeiträge aus Thesaurierung werterhöhend berücksichtigt.
122. Bei den Ausschüttungen haben wir die Eigenmittelanforderungen gemäß Artikel 97 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 (Capital Requirements Regulation; CRR) beachtet, wonach stets aufsichtsrechtliche Eigenmittel in Höhe eines Viertels der im vorausgegangenen Jahr angefallenen fixen Gemeinkosten vorgehalten werden müssen.
123. Entsprechend den Empfehlungen des IDW sind wir bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern von den Verhältnissen einer inländischen, natürlichen und unbeschränkt steuerpflichtigen Person als Anteilseigner ausgegangen.
124. Des Weiteren wurde unterstellt, dass die Anteile im Privatvermögen gehalten werden und der Anteilsbesitz nicht die Voraussetzungen des § 17 Abs. 1 Satz 1 EStG erfüllt. Gemäß dem seit 2009 geltenden Abgeltungssteuersystem wurde die persönliche Steuer auf Ausschüttungen mit 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Der Besteuerung eines im Zeitablauf entstehenden Wertzuwachses in Form von Kursgewinnen haben wir mit einer jährlichen effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung von 12,5% (entsprechend dem hälftigen Abgeltungssteuersatz) zuzüglich des Solidaritätszuschlags Rechnung getragen.
125. Der Ermittlung des Unternehmenswerts wurde als Bewertungsstichtag der 25. Juli 2022 zugrunde gelegt. Dies ist der Tag, an dem die Hauptversammlung der BVH über die Übertragung der Anteile der Minderheitsaktionäre der BVH auf die Lloyd Fonds beschließen soll.
126. Demzufolge sind der Bewertung alle nach dem 25. Juli 2022 anfallenden finanziellen Überschüsse der BVH (einschließlich des vollständigen finanziellen Überschusses des laufenden Geschäftsjahres 2022, da zum Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung erwartungsgemäß noch keine das Geschäftsjahr 2022 betreffende Ergebnisausschüttung stattgefunden hat und da als Startpunkt der Ableitung der Jahresüberschüsse die Konzernbilanz vom 31. Dezember 2021 verwendet wurde) zugrunde zu legen. Hierzu haben wir den Wertbeitrag der Nettoausschüttungen sowie den Wertbeitrag fiktiv hinzugerechneter Thesaurierungen auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Als technischer Bewertungsstichtag wurde der 31. Dezember 2021 festgelegt. Alle prognostizierten Überschüsse wurden auf diesen Stichtag diskontiert. Der sich zum 31. Dezember 2021 ergebende

Unternehmenswert wurde dann mit den Eigenkapitalkosten auf den 25. Juli 2022 aufgezinnt und der Ermittlung der Abfindung zugrunde gelegt.

127. Die grundlegenden Überlegungen und Ansätze zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes sind im Abschnitt D. III. ausführlich dargelegt.

2. Planungsprozess

128. Die Unternehmensplanung wurde vom Management der BVH im Mai und Juni 2022 in Form einer Konzernplanung für die BVH Gruppe erstellt. Bei der vorgelegten Planungsrechnung handelt es sich um die vom Vorstand der BVH verfolgte Unternehmensplanung.
129. Bei der Erstellung der Unternehmensplanung hat sich das Management der BVH methodisch am Planungsprozess und an der Planungslogik des Lloyd Fonds Konzerns orientiert.
130. Die Planungsrechnung wurde unter Berücksichtigung des Jahresergebnisses 2021 und auf Basis der Quartalszahlen des ersten Quartals des laufenden Geschäftsjahres erstellt. Der Detailplanungszeitraum umfasst fünf Planjahre von 2022 bis 2026, wobei das erste Planjahr als Forecast basierend auf den Ist-Zahlen der Monate Januar bis März 2022 (3+9 Forecast) erstellt wurde.
131. Die Planung wurde in einem intensiven Planungsprozess unter Einbeziehung des Vorstands der BVH auf der Grundlage von dokumentierten und nachvollziehbaren Planannahmen erstellt und folgt einer angemessenen Detailtiefe.
132. Insoweit liegen uns keine Hinweise vor, dass die Planung nicht die geforderte Planungsqualität aufweist. Die Planungsrechnung der Gesellschaft stellt daher eine geeignete Grundlage für die vorliegenden Bewertungszwecke dar.

II. Erwartete Nettoausschüttungen aus dem betriebsnotwendigen Vermögen

1. Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) im Detailplanungszeitraum

133. Nachfolgend ist die uns vom Management der BVH vorgelegte aktuelle Planungsrechnung der BVH Gruppe („Planungsrechnung“) für die Geschäftsjahre 2022 bis 2026 dargestellt.

Gewinn- und Verlustrechnung Ist-Zahlen LfL und QoE adj. € in Tsd.	BVH Konzern 2021	FC 2022	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	CAGR 21-26
Finanzergebnis	(4)	-	-	-	-	-	
Provisionsergebnis	9.177	8.530	9.524	10.335	11.152	12.008	5,5%
davon Provisionserträge	9.922	9.105	10.106	10.924	11.747	12.611	4,9%
davon fixe Gebühr	8.508	8.878	9.669	10.416	11.199	12.020	7,2%
davon Performance Gebühr	1.414	228	437	507	548	591	-16,0%
davon Provisionsaufwendungen	(745)	(576)	(582)	(589)	(596)	(603)	-4,2%
Sonstige betriebliche Erträge	95	158	166	174	183	192	15,1%
Gesamterträge	9.268	8.688	9.690	10.509	11.334	12.200	5,7%
Personalaufwendungen	(4.774)	(4.959)	(5.655)	(5.949)	(6.169)	(6.299)	5,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(1.326)	(1.641)	(1.773)	(1.861)	(1.955)	(2.052)	9,1%
Abschreibungen auf Sachanlagen	(39)	(29)	(29)	(29)	(29)	(29)	-5,7%
Abschreibungen auf Forderungen u. Wertpapiere & Zuführungen zu Rückstellungen im Kreditgeschäft	(8)	-	-	-	-	-	
Erträge aus Zuschreibungen zu Beteiligungen und wie Anlagevermögen behandelten Wertpapieren	-	-	-	-	-	-	
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	3.121	2.058	2.233	2.669	3.182	3.820	4,1%
Ergebnismarge (in % der Gesamterträge)	33,7%	23,7%	23,0%	25,4%	28,1%	31,3%	
Durchschnittliche Assets under Management							
Vermögensverwaltung (BVG)	793.356	831.159	896.419	971.278	1.050.247	1.133.554	
Fonds (MFI)	1.672.061	1.727.627	1.868.414	2.020.816	2.179.418	2.344.473	
Summe	2.465.418	2.558.786	2.764.834	2.992.094	3.229.666	3.478.028	
in % der Assets under Management							
Personalaufwendungen	0,19%	0,19%	0,20%	0,20%	0,19%	0,18%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,05%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	
Abschreibungen	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Summe	0,25%	0,26%	0,27%	0,26%	0,25%	0,24%	

Quelle: Planungsrechnung des Managements der BVH; PwC Analyse

134. Der Forecast des Geschäftsjahres 2022 basiert auf den Ist-Zahlen der Monate Januar bis März und einer Hochrechnung für die Monate April bis Dezember. Bei den Ist-Zahlen hat das Management vereinfachend die Ertrags- und Aufwandspositionen aus den Quartalsabschlüssen der Einzelgesellschaften (BVH, BVG, MFI, MC) für das erste Quartal 2022 summiert. Dies führt dazu, dass aufgrund konzerninterner Verrechnungen die Provisionserträge und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im ersten Quartal 2022 in jeweils gleicher Höhe, d.h. ergebnisneutral, überschätzt sind. In der Planung ab April 2022 wird hingegen die Konzernsicht eingenommen, d.h. konzerninterne Sachverhalte werden planerisch nicht berücksichtigt.
135. Die vorliegend dargestellte Planungsrechnung haben wir daher im Vergleich zur ursprünglichen Management Planung im Geschäftsjahr 2022 angepasst, um eine bessere Vergleichbarkeit auf Ebene der Provisionserträge und sonstigen betrieblichen Aufwendungen zu erreichen. Hierbei haben wir die im ersten Quartal 2022 von der BVH erzielten Umsatzerlöse von ca. €283 Tsd. eliminiert und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen in entsprechender Höhe reduziert. Dies erachten wir aufgrund der Tatsache, dass die BVH im Wesentlichen Zentraldienstleistungen inner-

halb der Unternehmensgruppe erbringt, die über konzerninterne Umlagen mit den Tochtergesellschaften verrechnet werden, als sachgerecht.

136. Das Management plant die Provisionserträge unter Berücksichtigung von fixen Gebühren, die für das Privatkundengeschäft (BVG) und das institutionelle Geschäft (MFI) von der erwarteten Entwicklung der AuM abhängen. Die fixen Gebühren der MC wurden aufgrund ihres stabilen und weniger volatilen Geschäfts vom Management unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate von 5,0% p.a. im Detailplanungszeitraum fortgeschrieben.
137. Einen weiteren Bestandteil der Provisionserträge bilden die erfolgsabhängigen Performance Gebühren (sog. Performance-Fees), die im Privatkundengeschäft und im institutionellen Geschäft anfallen. Diese wurden vom Management unter Berücksichtigung der erwarteten und geplanten AuM Entwicklung für den Detailplanungszeitraum prognostiziert. Die geplanten Performance Gebühren steigen im Zeitraum von 2022 bis 2026 von €228 Tsd. auf €591 Tsd. an. Sie liegen im Detailplanungszeitraum damit deutlich unterhalb des Niveaus von 2021, das aufgrund der deutlichen Markterholung mit neuen Höchstständen an den Kapitalmärkten ein Rekordjahr hinsichtlich der erzielten Performance Gebühren markiert. Demgegenüber erwartet das Management aufgrund der überwiegend rückläufigen Marktentwicklungen in den abgelaufenen Monaten des aktuellen Geschäftsjahres im Forecast 2022 deutlich geringere Performance Gebühren. Für den Zeitraum ab 2023 plant das Management mit einer kontinuierlichen und stabilen Renditeentwicklung. Da das Management keine wesentlichen Volatilitäten hinsichtlich der Renditeentwicklung im Detailplanungszeitraum, weder nach unten noch nach oben, erwartet, unterliegen auch die geplanten Performance Gebühren einem stetigen Wachstum, das der AuM Entwicklung folgt.
138. Unter Berücksichtigung der Provisionsaufwendungen, die einen überwiegend pauschalen Charakter haben, soll das Provisionsergebnis von ca. €9,2 Mio. im Geschäftsjahr 2021 auf ca. €12,0 Mio. im Geschäftsjahr 2026 steigen (CAGR 5,5%).
139. Die Gebührenentwicklung und damit die Entwicklung der Provisionserträge basiert auf der Schätzung des Managements hinsichtlich der Entwicklung der durchschnittlichen AuM im Detailplanungszeitraum. Die zugrunde liegenden Managementenerwartungen hinsichtlich der künftigen Nettomittelzuflüsse und Renditen stellen daher wichtige Planungsannahmen dar, die wir nachfolgend näher untersucht und im Rahmen eines externen Vergleichs plausibilisiert haben.
140. Bezüglich der Nettomittelzuflüsse wurde vom Management konstant mit einem jährlichen Zufluss von €25 Mio. im Privatkundengeschäft (BVG) und von €75 Mio. im institutionellen Geschäft (MFI) geplant. Im Verhältnis zu den jeweiligen AuM liegen die geplanten Nettomittelzuflüsse im Detailplanungszeitraum durchschnittlich bei ca. 2,6% im Privatkundengeschäft (BVG) bzw. bei ca. 3,7% im institutionellen Geschäft (MFI).

141. Zur Plausibilisierung der Annahmen bezüglich der Nettomittelzuflüsse haben wir auf Daten des BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. („BVI“) zurückgegriffen, speziell auf Daten zu den historischen Nettomittelzuflüssen in Renten- sowie Aktienfonds in Deutschland. Basierend auf der durch das Management der BVH zur Verfügung gestellten prozentualen Verteilung der Anlageklassen im Privatkundengeschäft sowie im institutionellen Geschäft wurden aus den BVI Daten die durchschnittlichen Nettomittelzuflüsse (in Prozent der AuM) für Vergleichsportfolios über die vergangenen zehn bis 20 Jahre abgeleitet. In diesem Zusammenhang merken wir an, dass das Management der BVH künftig nicht mit einer wesentlichen Verschiebung des verwalteten Vermögens zwischen den Anlageklassen rechnet. Dies gilt sowohl für das Privatkundengeschäft als auch für das institutionelle Geschäft. Insbesondere argumentiert das Management der BVH, dass die Anlageziele der Kunden überwiegend langfristig ausgerichtet und daher von kurzfristigen Marktentwicklungen nur unwesentlich beeinflusst sind. Außerdem erfolgt die Asset Allokation entsprechend der individuellen Risikoneigung der Kunden, die keinen unmittelbaren Bezug zum Marktumfeld hat.

Durchschnittliche jährliche Nettomittelzuflüsse

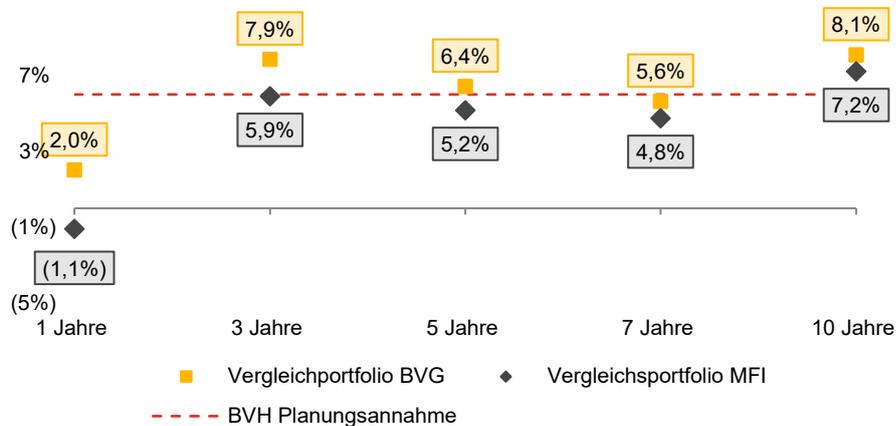
Stichtag - 31.12.2021	10 Jahre	20 Jahre	BVH
Vergleichsportfolio BVG	3,0%	2,2%	2,6%
Vergleichsportfolio MFI	3,5%	2,5%	3,7%

Quelle: BVI, PwC Analyse auf Basis der von der BVH zur Verfügung gestellten Verteilung der Anlageklassen

142. Basierend auf unserer Analyse lagen die durchschnittlichen jährlichen Nettomittelzuflüsse in den vergangenen zehn bis 20 Jahren zwischen 2,2% und 3,0% der AuM für ein mit der Anlagenstruktur der BVG vergleichbares Portfolio. Für ein Vergleichsportfolio der MFI lagen die durchschnittlichen jährlichen Nettomittelzuflüsse zwischen 2,5% und 3,5% der AuM. Die Management Annahme von Nettomittelzuflüssen von durchschnittlich 2,6% der AuM im Privatkundengeschäft liegt damit innerhalb der historischen Bandbreite, die Management Annahme hinsichtlich des institutionellen Geschäfts mit Nettomittelzuflüssen von durchschnittlich 3,7% der AuM geringfügig oberhalb der ermittelten historischen Bandbreite. Vor dem Hintergrund des historischen Vergleichs erachten wir die Management Annahmen hinsichtlich der geplanten Nettomittelzuflüsse im Privatkundengeschäft als plausibel, im Falle des institutionellen Geschäfts als ambitioniert, aber vertretbar.
143. Das Management der BVH legt der Unternehmensplanung eine Renditeerwartung von 6,0% p.a. im Privatkundengeschäft und im institutionellen Geschäft zugrunde. Entsprechend der prozentualen Verteilung der AuM auf Aktien bzw. Renten haben wir Vergleichsportfolios für die BVG und die MFI gebildet, für die wir im nächsten Schritt die historisch erzielten Renditen ermittelt haben. Die Vergleichsportfolios haben wir durch eine entsprechende Gewichtung des MSCI World Net Total

Return EUR Index für die Aktienanteile sowie des IBOXX Euro Corporates Overall Total Return Index für die Rentenanteile abgeleitet.

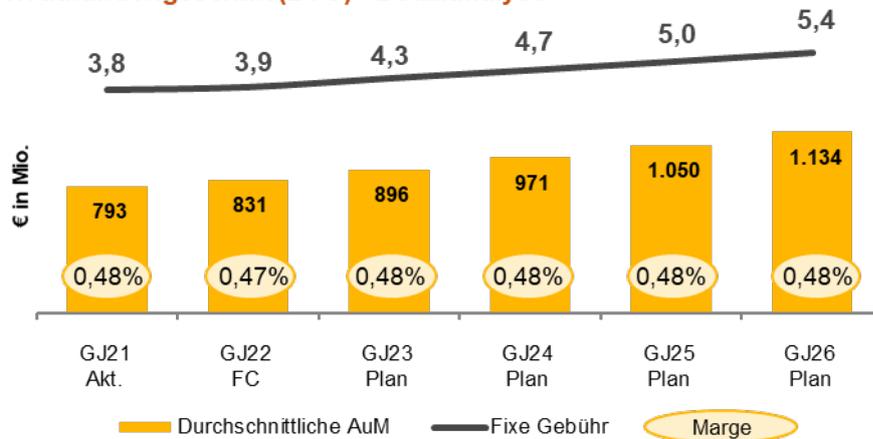
Plausibilisierung erwarteter Renditen



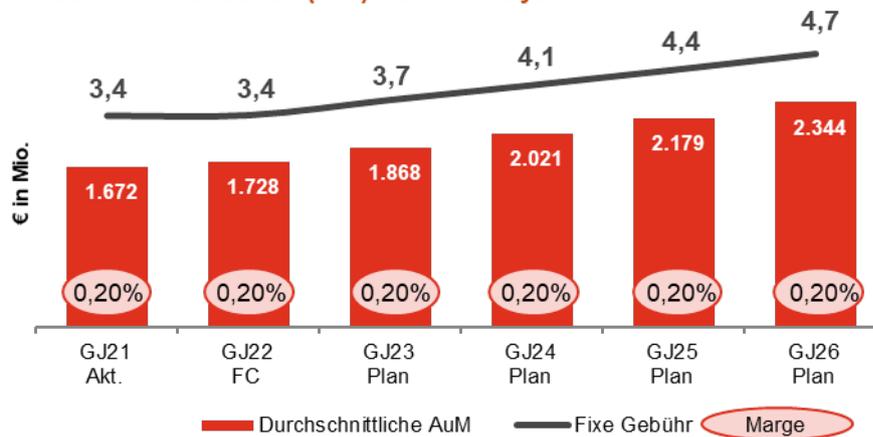
Quelle: Bloomberg, PwC Analyse auf Basis der von der BVH zur Verfügung gestellten Verteilung der Anlageklassen

144. Aufgrund einer stärkeren Gewichtung der Aktien innerhalb des Privatkundengeschäfts lagen die durchschnittlichen jährlichen Renditen für das Vergleichsportfolio der BVG oberhalb derer der MFI, die einen größeren Rentenanteil aufweist.
145. Die in der Unternehmensplanung berücksichtigte jährliche Renditeerwartung von 6,0% sowohl für das Privatkundengeschäft als auch für das institutionelle Geschäft erachten wir vor dem Hintergrund des historischen Vergleichs als angemessen.
146. Unter Berücksichtigung der geplanten Nettomittelzuflüsse, jährlichen Renditen und belasteten Gebühren entwickeln sich die AuM gemäß der Management Planung wie nachfolgend dargestellt. Für den Detailplanungszeitraum 2022 bis 2026 handelt es sich bei den dargestellten AuM um den Durchschnitt der monatlichen Planwerte für das Privatkundengeschäft und das institutionelle Geschäft.

Privatkundengeschäft (BVG) - Detailanalyse



Institutionelles Geschäft (MFI) - Detailanalyse



Quelle: PwC Analyse auf Basis der Management Planung

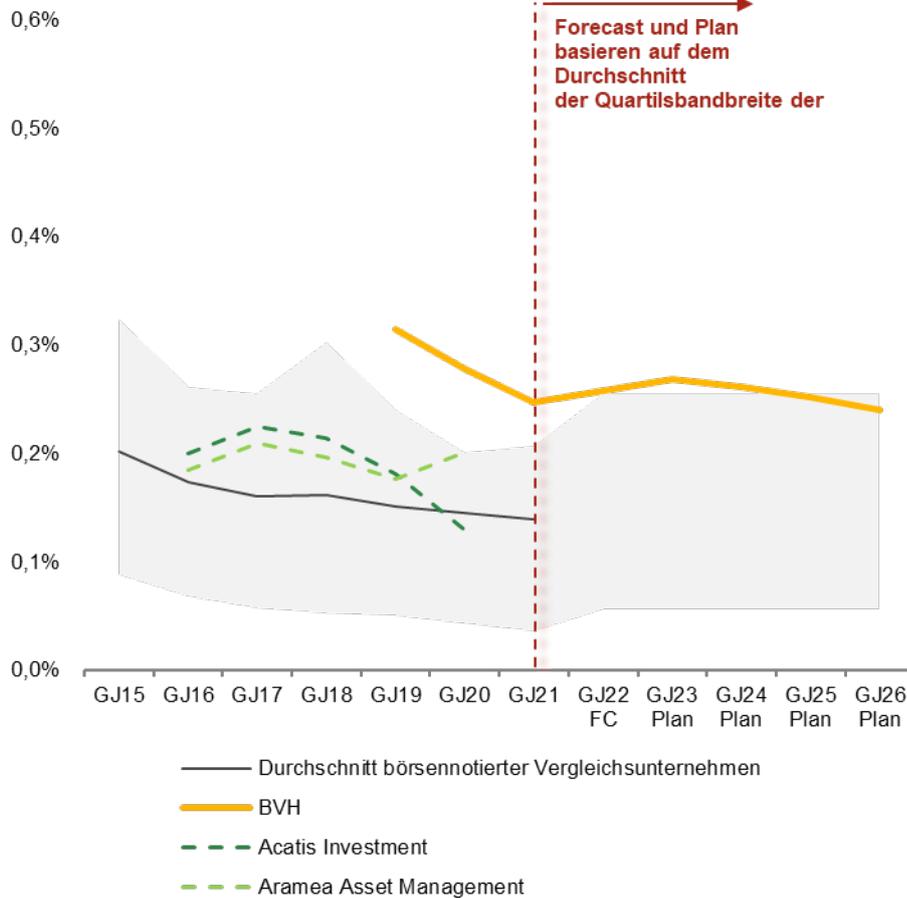
147. Wie die Abbildungen zeigen, plant das Management der BVH mit fixen Gebühren in Höhe von ca. 0,48% der AuM im Privatkundengeschäft und in Höhe von ca. 0,20% im institutionellen Geschäft. Die geplanten Raten für die fixen Gebühren liegen damit auf den im Geschäftsjahr 2021 jeweils realisierten Niveaus, weshalb wir diese für plausibel erachten.
148. Aufgrund von High-Water-Mark und Hurdle Mechanismen sind die Performance Gebühren von den Kapitalmarktentwicklungen abhängig und daher volatil. In der Regel fallen sie nur bei neuen Höchstständen der verwalteten Portfolios an und auch nur bis zu dem Punkt, zu dem die Performance eines externen Benchmarks (Vergleichsportfolio) übertroffen wird. Dies zeigt auch die Historie der Jahre 2019 bis 2021. So lagen die Performance Gebühren 2019 bei €273 Tsd., 2020 bei €95 Tsd. und 2021 bei €1.414 Tsd. Wie eingangs beschrieben markiert das Jahr 2021 ein außerordentlich gutes Jahr, in dem neue Höchststände und damit verbunden hohe Performance Gebühren erzielt wurden. Dies bedeutet jedoch auch, dass aufgrund der High-Water-Mark Mechanismen die

Hürde für das Erreichen von Performance Gebühren in den kommenden Jahren angestiegen ist. Künftige Performance Gebühren sind daher vom Erreichen neuer Höchststände der Portfolios der BVH abhängig, was nur in einem weiterhin günstigen Marktumfeld möglich sein dürfte. Seitwärts- oder Abwärtstrends würden die Aussicht auf die Realisierung künftiger Performance Gebühren schmälern, wobei sich Wertverluste zusätzlich negativ auf die Folgeperioden auswirken, da die Verluste zunächst aufzuholen wären.

149. Das Management plant die künftigen Performance Gebühren unter der Annahme eine kontinuierlichen und stabilen Renditeentwicklung von 6,0% p.a. (d.h. keine Volatilität der Renditen). Dadurch werden planerisch kontinuierlich neue Höchststände angenommen, die zu stetigen Performance Gebühren im Detailplanungszeitraum führen. In der Realität werden sich die Performance Gebühren jedoch volatil entwickeln, d.h. in manchen Jahren niedriger (ggf. bei null) und in manchen Jahren höher liegen. Im Durchschnitt über den gesamten Detailplanungszeitraum erachten wir die vereinfachte Management Planung insbesondere auf Basis des historischen Vergleichs mit den Jahren 2019 und 2020 als vertretbar, vor dem Hintergrund aktueller Marktentwicklungen und Rahmenbedingungen (Zinsanstieg, Ukraine Krieg) tendenziell als ambitioniert.
150. Die sonstigen betrieblichen Erträge wurden ausgehend von der Ist-Entwicklung der Monate Januar bis März 2022 für das Geschäftsjahr 2022 hochgerechnet und ab dem Geschäftsjahr 2023 pauschal mit einer Wachstumsrate von 5% p.a. fortgeschrieben.
151. Bedingt durch das geplante Unternehmenswachstum steigen die Personalaufwendungen im Detailplanungszeitraum von €4.774 Tsd. in 2021 auf €6.299 Tsd. in 2026 (CAGR: 5,7%). Um das Umsatzwachstum abzubilden, hat das Management ab dem Geschäftsjahr 2023 eine und ab dem Geschäftsjahr 2024 eine weitere Planstelle (insgesamt zwei zusätzliche Planstellen) berücksichtigt. Außerdem wurde ab 2023 planerisch berücksichtigt, dass die Provisionen der Mitarbeiter in der privaten Vermögensverwaltung aufgrund der wachsenden Pro-Kopf-Umsatzerlöse ebenfalls steigen. Die genannten Sachverhalte führen dazu, dass die Personalaufwendungen im Geschäftsjahr 2023 mit 14,0% und im Geschäftsjahr 2024 mit 5,2% im Vergleich zu den anderen Planjahren überdurchschnittlich steigen. Im Geschäftsjahr 2023 kommt ergänzend hinzu, dass der Personalaufwand im Rahmen eines an die AuM Entwicklung gekoppelten Mitarbeiterbeteiligungsprogramms im Vergleich zum Geschäftsjahr 2022 aufgrund wachsender AuM deutlich steigen wird.
152. Die Bestandsgehälter hat das Management für das Geschäftsjahr 2022 hochgerechnet. Ab dem Geschäftsjahr 2023 plant das Management mit einer Wachstumsrate der Bestandsgehälter von 2,5% p.a., was angesichts der kurzfristigen Inflationserwartungen tendenziell optimistisch ist, aber im Rahmen der mittelfristigen Inflationserwartungen des IWF für Deutschland liegt (vgl. hierzu auch C. III. 2. „Gesamtwirtschaftliche Entwicklung“).

153. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen wurden vom Management der BVH für das Geschäftsjahr 2022 hochgerechnet und liegen unter Berücksichtigung der von uns vorgenommenen ergebnisneutralen Bereinigung um konzerninterne Effekte bei €1.641 Tsd. und damit auf dem Niveau des Durchschnitts der Jahre 2020 und 2021. In der Folge plant das Management mit einem Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf €2.052 Tsd. im Geschäftsjahr 2026. Im Verhältnis zu den Gesamterträgen geht das Management von einem unterproportionalen Wachstum der sonstigen betrieblichen Aufwendungen aus, so dass sich die Aufwandsquote von 18,9% im Geschäftsjahr 2022 auf 16,8% im Geschäftsjahr 2026 reduziert.
154. Die Abschreibungen wurden basierend auf den Ist-Zahlen der Monate Januar bis März 2022 vom Management auf das Gesamtjahr 2022 hochgerechnet und konstant auf einem Niveau von €29 Tsd. fortgeschrieben. Da die Abschreibungen aufgrund der geringen Anlagenintensität des Geschäfts in einer unwesentlichen Größenordnung liegen, erachten wir dieses vereinfachte Vorgehen als vertretbar.
155. Zur weiteren Plausibilisierung der Personalaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die allgemeinen Verwaltungsaufwendungen im Sinne der RechKredV, haben wir einen Vergleich zu börsennotierten Vergleichsunternehmen (vgl. Peer Group unter D. III. 2. „Risikozuschlag“) sowie zu zwei geeigneten, nicht börsennotierten, deutschen Vergleichsunternehmen (ARAMEA Asset Management und Acatis Investment) durchgeführt. Dabei haben wir die Aufwandsquoten der allgemeinen Verwaltungsaufwendungen in Prozent der AuM verglichen.

Allgemeine Verwaltungsaufwendungen In % der AuM



Quelle: Capital IQ, Informationen aus dem Bundesanzeiger, Management Planung, PwC Analyse

156. In den Geschäftsjahren 2015 bis 2021 lag die Bandbreite der Verwaltungsaufwandsquoten der börsengehandelten Vergleichsunternehmen zwischen 0,04% und 0,32% (grau hinterlegter Bereich entspricht Quartilsbandbreite). Für die Geschäftsjahre ab 2022 wurde die Bandbreite der Verwaltungsaufwandsquoten konstant auf Basis des Durchschnitts der oberen bzw. der unteren Bandbreite der Geschäftsjahre 2015 bis 2021 fortgeschrieben.
157. Die Verwaltungsaufwandsquoten der deutschen Vergleichsunternehmen ARAMEA Asset Management und Acatis Investment liegen im Zeitraum 2016 bis 2020 innerhalb dieser Bandbreite.
158. Die Verwaltungsaufwandsquote der BVH ist durch Effizienzgewinne in den Geschäftsjahren 2019 bis 2021 von 0,31% auf 0,25% gesunken und hat sich damit dem oberen Quartil der Vergleichsunternehmen angenähert. Im Detailplanungszeitraum von 2022 bis 2026 reduziert sich die Verwaltungsaufwandsquote nach einem leichten Anstieg bis 2024 (siehe Personalmaßnahmen) auf 0,24% in 2026.

159. Dass sich die Verwaltungsaufwandsquote der BVH tendenziell am oberen Rand der Vergleichsunternehmen bewegt, erachten wir als schlüssig, da die BVH Gruppe über die MC auch in wesentlichem Umfang Beratungsleistungen erbringt, denen keine AuM entgegenstehen. Aus diesem Grund sollte die Verwaltungsaufwandsquote der BVH höher liegen als bei Vergleichsunternehmen, die keine Allokationsberatung bzw. in geringerem Umfang derartige Beratungsleistungen anbieten. Aus diesem Grund erachten wir die in der Management Planung enthaltenen Aufwandsquoten als marktüblich und angemessen.
160. Unter Berücksichtigung der vorgenannten Sachverhalte prognostiziert das Management der BVH für den Detailplanungszeitraum ein Wachstum des Ergebnisses der normalen Geschäftstätigkeit (EBIT) von €2.058 Tsd. im Geschäftsjahr 2022 auf €3.820 Tsd. im Geschäftsjahr 2026.

Würdigung der Unternehmensplanung

161. Die Geschäftsentwicklung der BVH hängt in wesentlichem Umfang von der Entwicklung der verwalteten Portfolios hinsichtlich Performance und Nettomittelzuflüssen ab, die einer erhöhten Unsicherheit unterliegen. Insbesondere unterliegen Kapitalmarktrenditen einer sogenannten Volatilität. Dies bedeutet, dass die Renditeentwicklungen an den Kapitalmärkten Schwankungen unterliegen, die beispielsweise von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, spezifischen Trends, etc. abhängen. Insbesondere sind Phasen steigender Kurse (positive Renditen) und Phasen fallender Kurse (negative Renditen) beobachtbar.
162. Das Management der BVH plant mit einer konstanten positiven Rendite von jährlich 6,0%. Wie vorgenannt beschrieben ist diese Annahme grundsätzlich im Einklang mit der langjährigen Renditeentwicklung der zugrunde gelegten Vergleichsportfolios.
163. Jedoch zeigt die Analyse auch, dass die kurzfristig erzielten Renditen der Vergleichsportfolios deutlich unterhalb dieses Niveaus lagen. Insbesondere das Vergleichsportfolio der MFI Fonds zeigt im Durchschnitt der zurückliegenden zwölf Monate eine negative realisierte Rendite. Vor dem Hintergrund, dass die Fonds der MFI überwiegend in Rentenpapiere investieren, ist dies v.a. auf das jüngst stark steigende Zinsniveau zurückzuführen, was zu fallenden Kursen und negativen Kursrenditen bei Rentenpapieren geführt hat. Da aktuell von weiter steigenden Zinsen auszugehen ist, ist es wahrscheinlich, dass sich dieser Trend zumindest kurzfristig fortsetzen wird. Aus diesem Grund erachten wir die Management Planung hinsichtlich der Performance Gebühren der MFI im Detailplanungszeitraum als eher ambitioniert. Das Gleiche gilt hinsichtlich der Planung der fixen Gebühren der MFI, da bei einem anhaltenden Zinsanstieg die AuM Entwicklung und damit die Gebührenentwicklung hinter den Erwartungen zurückbleiben könnte.

164. Außerdem zeichnet sich aktuell vor dem Hintergrund des starken Zinsanstiegs, anhaltend hoher Inflationsraten, Lieferkettenengpässe sowie den Auswirkungen des Ukraine Kriegs eine konjunkturelle Eintrübung ab. Dies könnte sich negativ auf die Entwicklung der fixen Gebühren und Performance Gebühren der BVG auswirken, deren Portfolios überwiegend in Aktien investiert sind. Aus diesem Grund erachten wir die Management Planung auch hinsichtlich der Gebühren im Privatkundengeschäft im Detailplanungszeitraum als eher ambitioniert.
165. Folglich erachten wir auch die prognostizierte Entwicklung des Ergebnisses der normalen Geschäftstätigkeit im Detailplanungszeitraum als eher ambitioniert, da die erwartete Ergebnis- und Margenverbesserung v.a. auf Skaleneffekten bei steigenden Provisionserträgen basiert.
166. In der Gesamtschau schätzen wir die Management Planung für die BVH Gruppe als tendenziell ambitioniert, jedoch als realisierbar ein. Aus diesem Grund erachten wir die vorliegende Planungsrechnung für Zwecke der Unternehmensbewertung als geeignet. Anpassungen der Management Planung im Detailplanungszeitraum haben wir daher nicht vorgenommen. Die tendenzielle Ambitioniertheit der Planungsrechnung im Detailplanungszeitraum haben wir bei der Ableitung des nachhaltig erzielbaren Ergebnisses in angemessener Weise gewürdigt.

2. Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) in der ewigen Rente

167. Zur Ableitung des Ergebnisses vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) für den Zeitraum der ewigen Rente haben wir – ausgehend vom Detailplanungszeitraum – die künftige Ertragskraft der BVH Gruppe bei angenommener unendlicher Unternehmensfortführung zugrunde gelegt.

Gewinn- und Verlustrechnung € in Tsd.	FC 2022	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Ewige Rente ab 2027
Gesamterträge	8.688	9.690	10.509	11.334	12.200	10.484
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	2.058	2.233	2.669	3.182	3.820	2.663
Ergebnismarge (in % der Gesamterträge)	23,7%	23,0%	25,4%	28,1%	31,3%	25,4%

Quelle: PwC Analyse auf Basis der Management Planung

168. Vor dem Hintergrund der im Detailplanungszeitraum eher ambitionierten Unternehmensplanung hinsichtlich der Entwicklung der Provisionserträge erachten wir das durchschnittliche Niveau der Gesamterträge im Detailplanungszeitraum in Höhe von €10.484 Tsd. als nachhaltig realisierbar.
169. Da die Ergebnismarge des letzten Planjahres Skaleneffekte aus den im Detailplanungszeitraum wachsenden Gesamterträgen umfasst, würde durch diese die nachhaltig erzielbare Ertragskraft bei einem durchschnittlichen Gesamtertragsniveau überschätzt. Aus diesem Grund haben wir eine nachhaltig erzielbare Ergebnismarge von 25,4% in der Phase der ewigen Rente angesetzt, die dem

Niveau des Planjahres 2024 entspricht, in dem die Gesamterträge in einer mit dem nachhaltigen Niveau vergleichbaren Größenordnung liegen.

170. Auf dieser Basis sind wir für Zwecke der Unternehmensbewertung von einem im Durchschnitt nachhaltig erzielbaren Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit (EBIT) von €2.663 Tsd. ausgegangen. Dabei haben wir eine nachhaltig anfallende Reinvestitionsrate auf dem Niveau der im Detailplanungszeitraum jährlich geplanten Abschreibungen unterstellt.

3. Nettoausschüttungen nach persönlichen Ertragsteuern

171. Die prognostizierten Ergebnisse vor Zinsen und Steuern (EBIT) haben wir unter Berücksichtigung von Unternehmenssteuern sowie der Ertragsteuern der Anteilseigner in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt. Auf Basis der nachstehend beschriebenen Vorgehensweise und getroffenen Annahmen leiten sich die erwarteten Nettoausschüttungen an die Anteilseigner wie folgt ab:

Zu diskontierende Nettoausschüttung € in Tsd.	FC 2022	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Ewige Rente ab 2027
EBITDA (bereinigt / modifiziert)	2.087	2.262	2.698	3.211	3.849	2.692
Abschreibungen	(29)	(29)	(29)	(29)	(29)	(29)
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	2.058	2.233	2.669	3.182	3.820	2.663
Zinsergebnis	-	-	-	-	-	-
EBT	2.058	2.233	2.669	3.182	3.820	2.663
Unternehmenssteuern	(577)	(736)	(880)	(1.049)	(1.260)	(878)
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	1.482	1.496	1.789	2.132	2.560	1.785
Thesaurierung	-	-	-	-	-	(892)
Ausschüttung	1.482	1.496	1.789	2.132	2.560	892
Persönliche Ertragsteuern	(391)	(395)	(472)	(562)	(675)	(235)
Ausschüttung (Nach ESt)	1.091	1.102	1.317	1.570	1.885	657
Fiktive Zurechnung von Thesaurierung	-	-	-	-	-	892
Persönliche Ertragsteuer auf fiktive Zurechnung	-	-	-	-	-	(118)
Zu diskontierende Nettoausschüttung	1.091	1.102	1.317	1.570	1.885	1.432

Quelle: PwC Analyse auf Basis der Management Planung

172. Als Unternehmenssteuern haben wir die Körperschaftsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag sowie die Gewerbesteuer berücksichtigt. Bei der Bemessung der Gewerbesteuer haben wir den Gewerbesteuerhebesatz für München in Höhe von 490% berücksichtigt. Der zugrunde liegende Unternehmenssteuersatz beträgt unter diesen Voraussetzungen ca. 33,0%. Des Weiteren haben wir die bestehenden steuerlichen Verlustvorträge der BVH bei der Bemessung des Steueraufwands im Geschäftsjahr 2022 reflektiert.
173. Auf Basis der Planungsrechnung und des Unternehmenskonzepts haben wir im Detailplanungszeitraum eine Vollausschüttung unterstellt. In der Phase der ewigen Rente haben wir eine für

Deutschland marktübliche Ausschüttungsquote von 50% unterstellt und die Thesaurierungen fiktiv den Anteilseignern zugerechnet.

174. Entsprechend der Empfehlungen des IDW sind wir im vorliegenden Bewertungsfall von einem typisierten persönlichen Steuersatz in Höhe der Abgeltungssteuer von 25,0% zzgl. Solidaritätszuschlag von 5,5% ausgegangen. Thesaurierungen der finanziellen Überschüsse führen zu Wertsteigerungen in Form von Kursgewinnen, die auf Basis der getroffenen Typisierung einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung unterliegen. Diese haben wir mit 13,2% (einschließlich Solidaritätszuschlag) bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern berücksichtigt.

III. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

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

1. Basiszinssatz

177. Für die Ableitung des Basiszinssatzes sind wir entsprechend der Empfehlung des IDW von einer Zinsstrukturkurve ausgegangen, die wir unter Berücksichtigung des aktuellen Zinsniveaus und der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten ermittelt haben. Bei den verwendeten Zinsstrukturdaten handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von (quasi) risikofreien Kuponanleihen, d.h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, errechnet wurden.

178. Die ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten ab, wie er für Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko gelten würde. Die Verwendung von aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristadäquaten Zerobondfaktoren gewährleistet die gebotene Einhaltung der Laufzeitäquivalenz zwischen Alternativanlage und zu bewertenden finanziellen Überschüssen.
179. Auf der Basis der ermittelten Zinsstrukturkurve halten wir unter Berücksichtigung der Struktur der zu bewertenden finanziellen Überschüsse einen einheitlichen Basiszinssatz von 1,0% vor persönlichen Ertragsteuern für angemessen, welcher – konsistent zu den bei der Ableitung der Risikoprämie getroffenen Annahmen – um den persönlichen Steuersatz von 25,0% zzgl. Solidaritätszuschlag (insg. 26,4%) zu kürzen ist.

2. Risikozuschlag

180. Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken und Chancen verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit (des Unternehmerrisikos) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien (Risikozuschläge) auf den Basiszinssatz abgelten.
181. Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.
182. Zur Bemessung des Risikozuschlags für das zu bewertende Unternehmen kann entsprechend der Definition der Alternativinvestition auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden, die ausgehend von der für ein Marktportfolio gegebenen Marktrisikoprämie eine Abschätzung der unternehmensindividuellen Risikoprämie ermöglichen. Entsprechend den berufsständischen Verlautbarungen haben wir zur Bemessung des Risikozuschlags das so genannte Tax-Capital Asset Pricing Model („CAPM“) herangezogen.
183. Auf der Grundlage des Tax-CAPM erhält man die unternehmensspezifische Risikoprämie durch Multiplikation des so genannten Beta-Faktors des Unternehmens mit der Marktrisikoprämie. Der Beta-Faktor ist ein Maß für das Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Ein Beta-Faktor größer eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Beta-Faktor kleiner eins, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.
184. Die künftig erwartete Marktrisikoprämie lässt sich aus der historischen Differenz zwischen der Rendite risikobehafteter Wertpapiere, beispielsweise auf Basis eines Aktienindex, und den Rendi-

ten (quasi) risikofreier Kapitalmarktanlagen abschätzen. Empirische Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt zeigen, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit je nach dem zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum durchschnittlich vier bis sieben Prozent höhere Renditen erzielten als Anlagen in (quasi) risikofreie Kapitalmarktanlagen. Unter Berücksichtigung der derzeit geltenden Steuergesetzgebung und der getroffenen steuerlichen Typisierung sind wir für die Bewertung von einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75% ausgegangen.

185. Damit orientieren wir uns im vorliegenden Fall am Mittelwert der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft („FAUB“) des IDW in seiner Sitzung vom 22. Oktober 2019 empfohlenen Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,0% bis 6,5%.
186. Da die BVH nicht börsennotiert ist, können für dieses Unternehmen eigene Betafaktoren nicht empirisch ermittelt werden. Stattdessen musste auf Betafaktoren börsennotierter Vergleichsunternehmen zurückgegriffen werden. Ausgangspunkt war daher die Ableitung des durchschnittlichen unverschuldeten Beta-Faktors („Beta unlevered“) eines Portefeuilles von Vergleichsunternehmen (Peer Group). Für die vorliegende Bewertung haben wir auf Kapitalmarktdaten des Finanzinformationsdienstleisters S&P Global Market Intelligence (vormals S&P Capital IQ), eine Division der S&P Global Inc., New York/USA („CIQ“), zurückgegriffen.
187. Bezüglich der Auswahl der Gruppe von Vergleichsunternehmen bietet sich grundsätzlich ein Vergleich mit Unternehmen der gleichen Branche an, die ähnliche Produkte und/oder Leistungen anbieten und denselben Marktstrukturen, bspw. einem ähnlichen Wettbewerb unterliegen. In Einzelfällen bieten sich auch Vergleichsunternehmen anderer Branchen an, sofern die wesentlichen wertrelevanten Merkmale übereinstimmen. Eine absolute Deckungsgleichheit der Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Einzahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens einem weitgehend übereinstimmenden operativen Risiko-/Chancen Profil unterliegen.
188. Die Auswahl der Vergleichsunternehmen wurde auf Basis von börsennotierten Unternehmen der gleichen Branche getroffen. Dabei haben wir die Geschäftsmodelle der jeweiligen Unternehmen analysiert. Die Peer Group umfasst Unternehmen aus den Bereichen Vermögensverwaltung, Anlage- und Allokationsberatung. Die Vergleichsunternehmen haben ihren Sitz in entwickelten europäischen Ländern, den USA und Kanada. Als weitere Kriterien bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen wurde der durchschnittliche Bid-Ask-Spread analysiert, um eine ausreichende Liquidität der Aktie zu gewährleisten. Zusätzlich wurde eine ausreichende Anzahl an Datenpunkten (für die historischen Renditen) vorausgesetzt.
189. Als Vergleichsunternehmen haben wir die folgenden Unternehmen identifiziert:

- Amundi S.A., Paris / Frankreich

Amundi S.A ist eine im Jahr 1982 gegründete Vermögensverwaltung mit Sitz in Paris, Frankreich. Die Amundi-Gruppe ist eine Tochtergesellschaft der Credit Agricole S.A. Das Unternehmen bietet seine Dienstleistungen Privatkunden, institutionellen Kunden und Unternehmen an. Das Produktportfolio umfasst alle Anlageklassen, wie z.B. aktives Management, das Aktien, Anleihen und Multi-Assets einschließt sowie passives Management, das börsengehandelte Fonds und Indexfonds umfasst. Darüber hinaus bietet Amundi Verwaltungs- und Beratungsdienstleistungen für verschiedene Pensionsfonds und Versicherer an. Das Unternehmen war früher unter dem Namen Amundi Group bekannt.

- Anima Holding S.p.A., Mailand / Italien

Anima ist eine italienische Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Sitz in Mailand, Italien. Sie ist in der Konzeption, Entwicklung, Förderung und Verwaltung von Finanzprodukten unter der Marke Anima sowie in der Erbringung individueller Portfolioverwaltungsdienste für private und institutionelle Kunden tätig. Zu den Kunden von Anima zählen institutionelle Mandate wie Versicherungsunternehmen und Privatkunden sowie Pensionsfonds.

- Artisan Partners Asset Management Inc., Milwaukee / USA

Artisan Partners Asset Management Inc. ist ein Vermögensverwalter mit einem Fokus auf aktive Anlagestrategien. Das Unternehmen investiert weltweit in Aktien- und Rentenmärkte. Die autonomen Anlageteams von Artisan verfolgen unterschiedliche US-amerikanische, nicht-amerikanische und globale Anlagestrategien, die nach Anlageklassen, Marktkapitalisierung und Anlagestil diversifiziert sind. Artisan bietet seine Anlageverwaltungsdienste in erster Linie Institutionen und Intermediären an, die einen langfristigen Anlagehorizont haben. Artisan Partners Asset Management Inc. wurde 1994 gegründet und hat seinen Sitz in Milwaukee, Wisconsin.

- BlackRock, Inc., New York / USA

BlackRock ist einer der weltweit führenden Anbieter von Anlage-, Beratungs- und Risikomanagementlösungen. Das Unternehmen bietet eine Vielzahl von Fonds und Portfolios an, die in Instrumente wie Aktien, Geldmarktinstrumente und festverzinsliche Wertpapiere investieren. Kunden suchen bei BlackRock Zugang zu Investmentfonds, Anlagen, die sich auf Ziele im Zusammenhang mit Alterseinkommen und College-Sparen konzentrieren, sowie börsengehandelte Fonds (ETFs).

- BrightSphere Investment Group Inc., Boston / USA

BrightSphere Investment Group Inc. ist eine Vermögensverwaltungs-Holdinggesellschaft und erbringt ihre Dienstleistungen für Privatpersonen und Institutionen. Über ihre Tochtergesellschaften verwaltet sie separate, kundenorientierte Portfolios und investiert in öffentliche Aktien, festverzinsliche Wertpapiere und alternative Anlagemärkte. Das Unternehmen wurde 1980 gegründet und hat seinen Sitz in Boston, Massachusetts.

- CI Financial Corp., Toronto / Kanada

CI Financial Corp. ist eine börsennotierte Vermögensverwaltungs-Holdinggesellschaft. Als diversifiziertes globales Vermögensverwaltungsunternehmen ist CI in Kanada, den Vereinigten Staaten und Australien tätig. Die Geschäftstätigkeit von CI umfasst das Management, die Vermarktung, den Vertrieb und die Verwaltung von Anlageprodukten für kanadische Anleger sowie die Erbringung von Finanzberatungs-, Steuer-, Ruhestands-, Nachlass- und Vermögensplanungsdienstleistungen. Die Produkte von CI werden hauptsächlich über Makler, unabhängige Finanzplaner und Versicherungsberater vertrieben. Das Unternehmen wurde 1965 gegründet und hat seinen Sitz in Toronto, Kanada.

- Cohen & Steers, Inc., New York / USA

Cohen & Steers, Inc. ist eine öffentliche Vermögensverwaltungs-Holdinggesellschaft. Über ihre Tochtergesellschaften erbringt die Firma Dienstleistungen für institutionelle Anleger, darunter Pensionsfonds, Stiftungen und Fonds. Sie verwaltet über ihre Tochtergesellschaften separate, kundenorientierte Aktien-, Renten-, Multi-Asset- und Rohstoffportfolios. Cohen & Steers, Inc. wurde 1986 gegründet und hat ihren Sitz in New York.

- Franklin Resources, Inc., San Mateo / USA

Franklin Resources, Inc. ist eine börsennotierte Vermögensverwaltungs-Holdinggesellschaft. Über ihre Tochtergesellschaften erbringt die Firma Dienstleistungen für Privatpersonen, Institutionen, Pensionspläne, Trusts und Partnerschaften. Über ihre Tochtergesellschaften legt sie Aktien-, Renten-, Misch- und Multi-Asset-Fonds auf. Neben der Anlageverwaltung umfassen die angebotenen Dienstleistungen auch die Fondsverwaltung, den Verkauf und Vertrieb sowie die Betreuung der Aktionäre. Das Unternehmen investiert in die öffentlichen Aktien-, Renten- und alternativen Märkte. Franklin Resources, Inc. wurde 1947 gegründet und hat ihren Sitz in San Mateo, Kalifornien.

- Impax Asset Management Group plc., London / Vereinigtes Königreich

Impax Asset Management Group plc. ist ein spezialisierter, börsennotierter Vermögensverwalter. Über ihre Tochtergesellschaften erbringt sie Anlagedienstleistungen für Fonds, die auf den Umweltmarkt spezialisiert sind, mit Schwerpunkt auf den Sektoren alternative Energien, Wasser und Abfall. Das Unternehmen verwaltet eine Reihe von Fonds und Sonderkonten im Auftrag institutioneller und privater Anleger. Impax Asset Management Group plc. wurde 1998 gegründet und hat ihren Sitz in London, Vereinigtes Königreich.

- Invesco Ltd., Atlanta / USA

Invesco Ltd. ist eine amerikanische, unabhängige Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Hauptsitz in Atlanta, Georgia, und weiteren Niederlassungen in 20 Ländern. Invesco Ltd. und alle ihre konsolidierten Unternehmen bieten Privatkunden und institutionellen Kunden unterschiedliche globale Anlageverwaltungsdienstleistungen an. Das Unternehmen ist weltweit tätig. Zu den angebotenen Produkten gehören Investmentfonds, börsengehandelte Fonds, geschlossene Fonds und Pensionspläne. Das Unternehmen wurde im Dezember 1935 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Atlanta.

- Jupiter Fund Management Plc, London / Vereinigtes Königreich

Jupiter Fund Management ist eine britische Fondsmanagementgruppe, die Aktien- und Rentenanlagen für private und institutionelle Anleger verwaltet. Das Unternehmen verwaltet unter anderem Investmentfonds, Hedgefonds und kundenorientierte Portfolios für seine Kunden. Das Unternehmen investiert in die öffentlichen Aktienmärkte in Großbritannien, Europa und den globalen Schwellenländern. Darüber hinaus investiert das Unternehmen in festverzinsliche Wertpapiere, Dachfondsprodukte, Hedgefonds und Absolute-Return-Fonds. Jupiter Fund Management Plc wurde 1985 gegründet und hat seinen Sitz in London, Vereinigtes Königreich.

- Liontrust Asset Management Plc, London / Vereinigtes Königreich

Liontrust Asset Management Plc ist eine spezialisierte Fondsverwaltungsgesellschaft, die 1995 gegründet wurde und seit 1999 an der Londoner Börse notiert ist. Sie verwaltet Gelder im Auftrag von Privatanlegern, professionellen Investoren und Institutionen. Das Unternehmen war früher unter dem Namen River and Mercantile Investment Management Limited bekannt.

- River and Mercantile Group Plc, London / Vereinigtes Königreich

River and Mercantile Group Plc ist eine Vermögensverwaltungs-Holdinggesellschaft. Über ihre Tochtergesellschaften ist das Unternehmen in den Bereichen Beratung, Treuhandverwaltung,

langfristige Vermögensverwaltung, Pensionsfonds, Derivatelösungen und Aktienlösungen tätig. Das Unternehmen investiert weltweit in öffentlichen Aktienmärkten und setzt dabei auf eine Kombination aus fundamentaler und quantitativer Analyse, um seine Investitionen zu tätigen.

- Schroders Plc, London / Vereinigtes Königreich

Schroders Plc bietet verschiedene Vermögensverwaltungsdienstleistungen an, die sich auf die Erhaltung und Vermehrung des Kundenvermögens konzentrieren. Zusätzlich bietet das Unternehmen auch Beratungs- und Consultingdienste an. Schroders Plc wurde im Jahr 1804 gegründet und hat seinen Hauptsitz in London, Vereinigtes Königreich.

- SEI Investments Company, Oaks / USA

SEI Investments Company ist eine börsennotierte Vermögensverwaltungs-Holdinggesellschaft. Über ihre Tochtergesellschaften bietet die Firma ihren Kunden unter anderem Vermögensverwaltung, Investitionslösungen, Asset Management, und Anlageberatung an. Hauptkunden des Unternehmens sind Privatbanken, unabhängige Finanzberater, institutionellen Anleger, Vermögensverwaltungsorganisationen und Unternehmen. Über seine Tochtergesellschaften verwaltet das Unternehmen separate, kundenorientierte Portfolios und legt Aktien-, Renten- und Mischfonds auf und verwaltet diese. SEI Investments Company wurde 1968 gegründet und hat ihren Sitz in Oaks, Pennsylvania.

- Westwood Holdings Group, Inc., Dallas / USA

Die Westwood Holdings Group, Inc. verwaltet über ihre Tochtergesellschaften Anlagevermögen und erbringt Dienstleistungen für ihre Kunden. Das Unternehmen bietet neben Anlageberatungsdiensten auch Treuhand- und Verwahrungsdienstleistungen an und beteiligt sich zudem selbst an Treuhandfonds.

190. In der folgenden Übersicht ist die Ableitung der unverschuldeten Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen auf Basis monatlicher Renditen über den Zeitraum 31. Mai 2017 bis 31. Mai 2022 dargestellt. Dabei haben wir sowohl gegen einen breiten globalen Index (MSCI World) als auch gegen führende lokale Indizes regressiert. Die Eigenkapitalquote haben wir auf 100% begrenzt, da aufgrund der Geschäftstätigkeit der Vergleichsunternehmen davon auszugehen ist, dass der weit überwiegende Teil der Zahlungsmittelbestände als betriebsnotwendig zu klassifizieren ist. Bei der Ermittlung der unverschuldeten Beta-Faktoren haben wir die Formel von Harris / Pringle zugrunde gelegt.

Betafaktor der Peer Group

5 Jahre, monatlich, 60 Datenpunkte

Name	Global Beta raw	Lokal Beta raw	Verschuldungsgrad	Global Beta unlevered	Lokal Beta unlevered
Amundi	1,5	1,3	0,0%	1,5	1,3
Anima Holding S.p.A.	1,8	1,4	21,9%	1,5	1,1
Artisan Partners Asset Management Inc.	1,9	1,8	3,6%	1,8	1,7
BlackRock, Inc.	1,2	1,3	0,0%	1,2	1,3
BrightSphere Investment Group Inc.	1,8	1,7	22,0%	1,5	1,4
CI Financial Corp.	1,4	1,5	35,5%	1,0	1,1
Cohen & Steers, Inc.	1,6	1,3	0,0%	1,6	1,3
Franklin Resources, Inc.	1,3	1,2	0,0%	1,3	1,2
Impax Asset Management Group plc	1,4	1,2	0,0%	1,4	1,2
Invesco Ltd.	1,4	1,3	8,9%	1,3	1,1
Jupiter Fund Management Plc	1,5	1,6	0,0%	1,5	1,6
Liontrust Asset Management PLC	1,5	1,0	0,0%	1,5	1,0
River and Mercantile Group PLC	1,5	1,0	0,0%	1,5	1,0
Schroders plc	1,3	1,3	0,0%	1,3	1,3
SEI Investments Company	1,1	1,0	0,0%	1,1	1,0
Westwood Holdings Group, Inc.	1,4	1,2	0,0%	1,4	1,2
Durchschnitt				1,4	1,2
Median				1,4	1,2

Quelle: CIQ, PwC Analyse

191. Unter Berücksichtigung von Mittelwert und Median der ermittelten Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen halten wir den Ansatz eines unverschuldeten Beta-Faktors (Beta-Faktor unter Annahme einer vollständigen Eigenfinanzierung) für die BVH von 1,3 für sachgerecht.
192. Den unverschuldeten Beta-Faktor haben wir im Bewertungskalkül an die erwartete künftige Kapitalstruktur der BVH angepasst (sog. „Gearing“ oder „Levering“). Die Anpassung des Beta-Faktors an die jeweils aktuelle Kapitalstruktur wurde in den einzelnen Planperioden und für die Phase der ewigen Rente vorgenommen. Da die BVH zum 31. Dezember 2021 vollständig eigenkapitalfinanziert ist, d.h. keine Finanzschulden ausweist, und auch im Planungszeitraum keine Finanzschulden aufgenommen werden, entsprechen die verschuldeten Beta-Faktoren jeweils dem unverschuldeten Beta-Faktor von 1,3.

3. Wachstumsabschlag

193. Künftiges Wachstum der finanziellen Überschüsse resultiert aus Thesaurierungen und deren Wiederanlage sowie organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten. Im Detailplanungszeitraum sind diese Wachstumspotenziale in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen abgebildet. Für die Phase der ewigen Rente ist das thesaurierungsbedingte Wachstum im so genannten Wertbeitrag aus Thesaurierungen ebenfalls in den finanziellen Überschüssen angesetzt. Darüberhinausgehende Wachstumspotenziale werden für die Phase der ewigen Rente bewertungstechnisch durch einen Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt.

194. Aufgrund der unterstellten vollständigen Ausschüttung der operativen Ergebnisse über Dividenden und die fiktive Zurechnung der thesaurierten Beträge, verbleibt als Wachstumspotenzial grundsätzlich nur die branchenübliche Preissteigerung. Wir gehen davon aus, dass das nachhaltig durchschnittlich überwältzbare Preiswachstum der BVH aufgrund der Wettbewerbsintensität in der Branche, insbesondere auch aufgrund der zunehmenden Marktanteile durch künstliche Intelligenz verwalteter Portfolios (Robo-Advisors), bei etwa der Hälfte der langfristig erwarteten Inflationsrate für Deutschland liegen wird.
195. Im Ergebnis haben wir einen Wachstumsabschlag (vor persönlichen Steuern) von 1,0% zugrunde gelegt.
196. Da sich das preisbedingte Wachstum in der ewigen Rente in der Kursrendite niederschlägt, ist der Wachstumsabschlag um die effektive Veräußerungsgewinnbesteuerung zu kürzen. Im Bewertungskalkül wird daher ein Wachstumsabschlag von ca. 0,87% berücksichtigt.

4. Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

197. In der folgenden Tabelle sind die für die zu betrachtenden Zeiträume relevanten Kapitalisierungszinssätze zusammenfassend dargestellt:

Eigenkapitalkosten	Plan 2022	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Ewige Rente ab 2027
Basiszinssatz	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Persönliche Ertragsteuern auf Basiszinssatz	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%
Risikofreier Zinssatz nach persönlichen Ertragsteuern	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Beta verschuldet	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Risikozuschlag	7,48%	7,48%	7,48%	7,48%	7,48%	7,48%
Wachstumsabschlag (ewige Rente)						-0,87%
Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern	8,21%	8,21%	8,21%	8,21%	8,21%	7,34%

Quelle: PwC Analyse

IV. Ertragswert des operativen Geschäfts

198. Falls ein Unternehmen nicht für begrenzte Dauer eingerichtet ist oder aufgrund besonderer Umstände eine begrenzte Dauer angenommen werden muss, wird für Unternehmensbewertungszwecke von einer unbegrenzten Lebensdauer ausgegangen. Dies gilt auch für den Fall, dass der jeweilige Erwerber seine Beteiligung nicht unbegrenzt halten will, da der von ihm beim Verkauf theoretisch erzielbare Preis identisch mit dem Barwert der dann erwarteten Nettoausschüttungen ist.

199. Der Ertragswert des operativen Geschäfts der BVH Gruppe ergibt sich aus der Summe der Barwerte der zu kapitalisierenden Nettoausschüttungen und den künftigen Wertbeiträgen aus Thesaurierungen. Für die Ermittlung der Barwerte der Nettoausschüttungen sind die prognostizierten Ergebnisse der Geschäftsjahre 2022 bis 2026 einzeln zu diskontieren. Die Diskontierung erfolgt jeweils auf den Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung, den 25. Juli 2022. Für die durchschnittlich entziehbaren Nettoausschüttungen ab dem Geschäftsjahr 2027 ergibt sich der Barwert nach der Formel der ewigen Rente. Der Barwert der ewigen Rente ist ebenfalls auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren:

Ertragswertermittlung € in Tsd.	FC 2022	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Ewige Rente ab 2027
Zu diskontierende Nettoausschüttung	1.091	1.102	1.317	1.570	1.885	1.432
Eigenkapitalkosten	8,21%	8,21%	8,21%	8,21%	8,21%	7,34%
Periode	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	
Barwertfaktor	0,92	0,85	0,79	0,73	0,67	9,18
Barwert	1.008	941	1.039	1.145	1.270	13.139
Ertragswert zum 31. Dezember 2021	18.543					
Aufzinsungsfaktor	1,05					
Ertragswert zum 25. Juli 2022	19.388					
Ausschüttungsfähige Liquidität	3.000					
Unternehmenswert der BVH Gruppe	22.388					

Quelle: PwC Analyse

200. Unter Berücksichtigung der ausschüttungsfähigen Liquidität ergibt sich zum Bewertungsstichtag 25. Juli 2022 ein Unternehmenswert der BVH Gruppe in Höhe von €22.388 Tsd.

V. Wert der gesondert bewerteten Vermögenswerte

201. Die BVH verfügt über die Opportunität zur Akquisition der SAM, die durch die Unterzeichnung einer Absichtserklärung mit dem Veräußerer (Letter of Intent vom 2. Mai 2022) ausreichend konkretisiert ist. Durch den Zusammenschluss erwartet das Management der BVH Synergien zwischen der SAM und den Gesellschaften der BVH Gruppe, die im verhandelten Kaufpreis ggf. nicht umfassend enthalten sind. Den daraus resultierenden positiven Kapitalwert der Transaktion haben wir im Rahmen eines Sonderwerts berücksichtigt.
202. Hierzu haben wir den Ertragswert der SAM auf Basis einer uns vorgelegten Unternehmensplanung ermittelt und dem Kaufpreis für 100% der Anteile an der SAM gegenübergestellt, der im Letter of Intent zwischen den Parteien vereinbart wurde.
203. Der Kaufpreis für die SAM ergibt sich aus einer fixen initialen Kaufpreiskomponente sowie aus Earn-out Komponenten in den Jahren 2022 bis 2025. Vor dem Hintergrund der zugrunde liegen-

den Unternehmensplanung der SAM erwartet das Management der BVH eine vollständige Auszahlung der im Letter of Intent vorgesehenen Earn-out Zahlungen.

204. Den Kaufpreis für die SAM haben wir abgeleitet, indem wir zusätzlich zur fixen initialen Kaufpreiskomponente die erwarteten Earn-out Zahlungen auf den Bewertungsstichtag diskontiert haben. Da die Earn-out Zahlungen den operativen Risiken des Geschäfts der SAM unterliegen, halten wir einen Kapitalisierungszinssatz in Höhe der Eigenkapitalkosten der SAM für angemessen. Der (diskontierte) Kaufpreis der SAM beträgt danach €3.999 Tsd.

Ableitung Kaufpreis SAM

€ in Tsd.	2022	2023	2024	2025
Erwartete Earn-out Komponenten	299	330	363	401
Kapitalisierungszinssatz	8,21%	8,21%	8,21%	8,21%
Periode	1,0	2,0	3,0	4,0
Barwertfaktor	0,92	0,85	0,79	0,73
Barwert	276	282	286	292
Earn-out Komponenten zum 31. Dezember 2021	1.137			
Aufzinsungsfaktor	1,05			
Earn-out Komponenten zum 25. Juli 2022	1.189			
Fixe initiale Kaufpreiskomponente	2.810			
Kaufpreis SAM	3.999			

Quelle: Letter of Intent; PwC Analyse

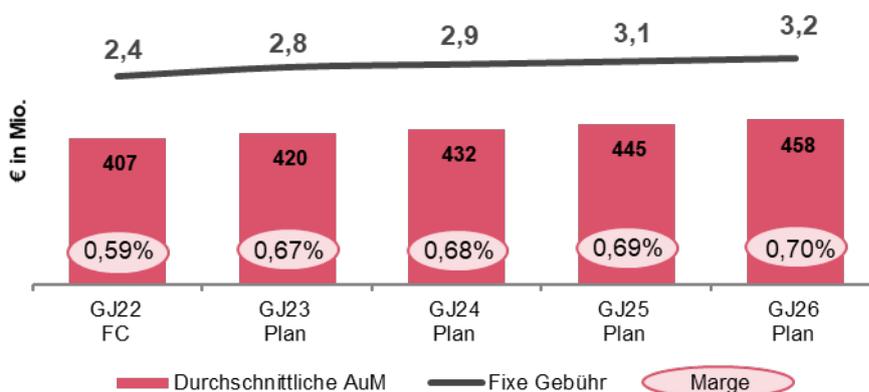
205. Nachfolgend ist die uns vom Management der BVH vorgelegte aktuelle Planungsrechnung der SAM für die Geschäftsjahre 2022 bis 2026 dargestellt.
206. Diese basiert auskunftsgemäß auf der von der Verkäuferseite im Rahmen des Transaktionsprozesses zur Verfügung gestellten Unternehmensplanung, die durch das Management der BVH angepasst wurde, indem ab 2023 eine zusätzlich erforderliche Planstelle im Bereich Compliance sowie ein Kostenwachstum bei den Personalaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen berücksichtigt wurden.

Gewinn- und Verlustrechnung € in Tsd.	FC 2022	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	CAGR 22-26
Provisionsergebnis	1.622	1.795	1.896	2.002	2.114	6,9%
davon Provisionserträge	2.407	2.822	2.949	3.083	3.223	7,6%
davon Provisionsaufwendungen	(785)	(1.027)	(1.053)	(1.080)	(1.108)	9,0%
Sonstige betriebliche Erträge	-	-	-	-	-	n/a
Gesamterträge	1.622	1.795	1.896	2.002	2.114	6,9%
Personalaufwendungen	(660)	(779)	(803)	(827)	(852)	6,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(342)	(365)	(383)	(402)	(422)	5,4%
Abschreibungen auf Sachanlagen	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)	0,0%
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	604	635	694	757	824	8,1%
Ergebnismarge (in % der Gesamterträge)	37,2%	35,4%	36,6%	37,8%	39,0%	
Durchschnittliche Assets under Management						
Vermögensverwaltung (SAM)	406.608	419.543	431.956	444.848	458.241	
in % der Assets under Management						
Personalaufwendungen	0,16%	0,19%	0,19%	0,19%	0,19%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,08%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	
Abschreibungen	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Summe	0,25%	0,28%	0,28%	0,28%	0,28%	

Quelle: Planungsrechnung des Managements der BVH für die SAM; PwC Analyse

207. Nach Auskunft des Managements der BVH handelt es sich bei den geplanten Provisionserträgen um fixe Gebühren entsprechend des Gebührenmodells der SAM.
208. Zur Plausibilisierung der fixen Gebühren haben wir diese der geplanten Entwicklung der durchschnittlichen AuM gegenübergestellt.

Selection Asset Management - Detailanalyse



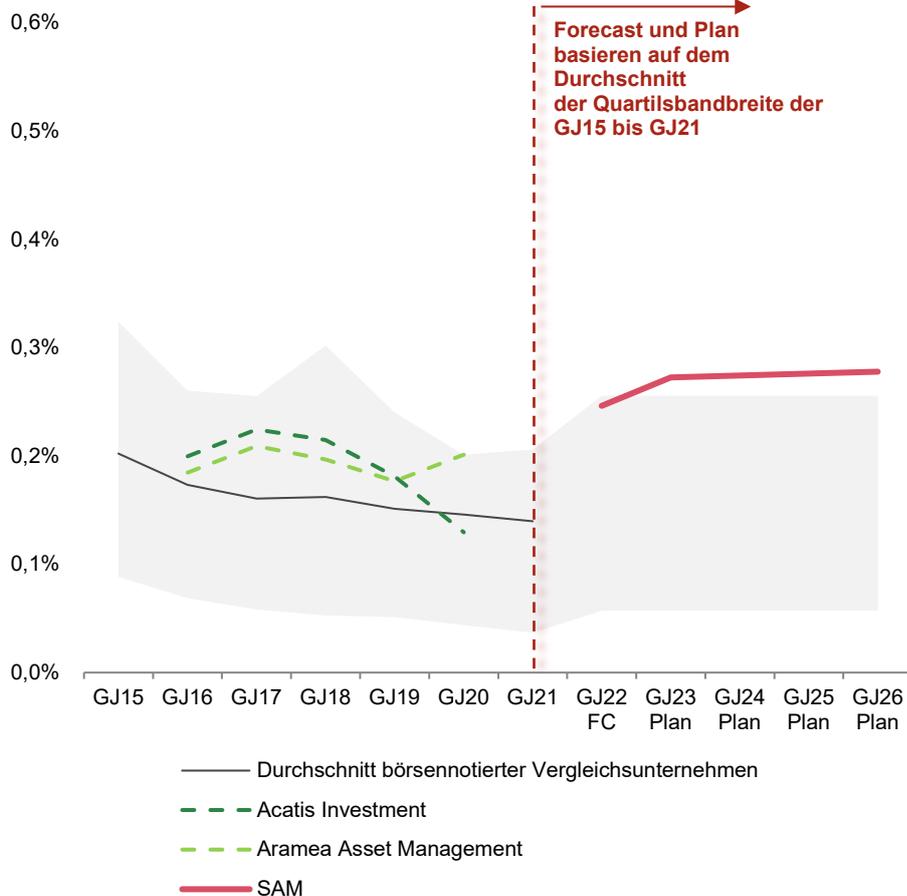
Quelle: PwC Analyse auf Basis der Management Planung

209. Wie die Abbildung zeigt, liegt die Marge (in Prozent der AuM) im Detailplanungszeitraum zwischen rund 0,6% und rund 0,7%. Der Anstieg ist dadurch begründet, dass in der Abbildung die

durchschnittliche Marge über alle Fonds der SAM dargestellt ist, wobei sich die Gebührenmodelle und damit die Margen der einzelnen Fonds unterscheiden und planerisch ein stärkeres Wachstum bei den höhermargigen Fonds unterstellt wurde.

- 210. Die im Vergleich zur MFI und BVG höheren Margen der SAM sind nach Auskunft des Managements der BVH auf das Gebührenmodell der SAM zurückzuführen. Demnach handelt es sich bei den Fonds um Publikumsfonds mit höheren Grundgebühren, für die jedoch keine Performance Gebühren anfallen.
- 211. Die planerisch berücksichtigten Grundgebühren zwischen 0,6% und 0,7% liegen innerhalb einer marktüblichen Bandbreite, weshalb wir diese als plausibel erachten.
- 212. Analog zum Vorgehen im Rahmen der Plausibilisierung der Planungsrechnung der BVH haben wir die Personalaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen der SAM (zusammen: allgemeine Verwaltungsaufwendungen) einem externen Vergleich unterzogen.

Allgemeine Verwaltungsaufwendungen
In % der AuM



Quelle: Capital IQ, Informationen aus dem Bundesanzeiger, Management Planung, PwC Analyse

213. Die Verwaltungsaufwandsquoten der SAM liegen in einer mit der BVH vergleichbaren Größenordnung und tendenziell am oberen Rand der Vergleichsbandbreite. Dies erachten wir für plausibel, da die SAM aufgrund ihrer im Vergleich zur Peer Group deutlich kleineren Unternehmensgröße (gemessen an den AuM) in einem geringeren Umfang von Skaleneffekten profitiert.
214. Aufgrund der Annahme eines kontinuierlichen Wachstums der AuM und damit verbunden eines stetigen Wachstums der Provisionserträge im Detailplanungszeitraum sowie der unter Tz. 161 ff. für die BVH genannten Gründe erachten wir die vorliegende Unternehmensplanung der SAM als tendenziell ambitioniert, aber realisierbar. Anpassungen der Management Planung im Detailplanungszeitraum haben wir daher nicht vorgenommen.
215. Vor dem Hintergrund der im Detailplanungszeitraum eher ambitionierten Unternehmensplanung hinsichtlich der Entwicklung der Provisionserträge erachten wir das durchschnittliche Niveau der Gesamterträge im Detailplanungszeitraum in Höhe von €1.886 Tsd. als nachhaltig realisierbar.

Gewinn- und Verlustrechnung € in Tsd.	FC 2022	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Ewige Rente ab 2027
Gesamterträge	1.622	1.795	1.896	2.002	2.114	1.886
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	604	635	694	757	824	690
Ergebnismarge (in % der Gesamterträge)	37,2%	35,4%	36,6%	37,8%	39,0%	36,6%

Quelle: PwC Analyse auf Basis der Management Planung

216. Da die Ergebnismarge des letzten Planjahres Skaleneffekte aus den im Detailplanungszeitraum wachsenden Gesamterträgen umfasst, würde durch diese die nachhaltig erzielbare Ertragskraft bei einem durchschnittlichen Gesamtertragsniveau überschätzt. Aus diesem Grund haben wir eine nachhaltig erzielbare Ergebnismarge von 36,6% in der Phase der ewigen Rente angesetzt, die dem Niveau des Planjahres 2024 entspricht, in dem die Gesamterträge in einer mit dem nachhaltigen Niveau vergleichbaren Größenordnung liegen.
217. Auf dieser Basis sind wir für Zwecke der Unternehmensbewertung von einem im Durchschnitt nachhaltig erzielbaren Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit (EBIT) von €690 Tsd. ausgegangen. Dabei haben wir eine nachhaltig anfallende Reinvestitionsrate auf dem Niveau der im Detailplanungszeitraum jährlich geplanten Abschreibungen unterstellt.
218. Die prognostizierten Ergebnisse vor Zinsen und Steuern (EBIT) haben wir unter Berücksichtigung von Unternehmenssteuern sowie der Ertragsteuern der Anteilseigner in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt. Auf Basis der nachstehend beschriebenen Vorgehensweise und getroffenen Annahmen leiten sich die erwarteten Nettoausschüttungen an die Anteilseigner wie folgt ab:

Zu diskontierende Nettoausschüttung € in Tsd.	FC 2022	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Ewige Rente ab 2027
EBITDA (bereinigt / modifiziert)	620	651	711	774	841	707
Abschreibungen	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	604	635	694	757	824	690
Zinsergebnis	-	-	-	-	-	-
EBT	604	635	694	757	824	690
Unternehmenssteuern	(199)	(209)	(229)	(250)	(272)	(228)
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	405	426	465	508	552	463
Thesaurierung	-	-	-	-	-	(231)
Ausschüttung	405	426	465	508	552	231
Persönliche Ertragsteuern	(107)	(112)	(123)	(134)	(146)	(61)
Ausschüttung (Nach ESt)	298	313	343	374	407	170
Fiktive Zurechnung von Thesaurierung	-	-	-	-	-	231
Persönliche Ertragsteuer auf fiktive Zurechnung	-	-	-	-	-	(31)
Zu diskontierende Nettoausschüttung	298	313	343	374	407	371

Quelle: PwC Analyse auf Basis der Management Planung

219. Als Unternehmenssteuern haben wir die Körperschaftsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag sowie die Gewerbesteuer berücksichtigt. Bei der Bemessung der Gewerbesteuer haben wir den Gewerbesteuerhebesatz für München in Höhe von 490% berücksichtigt. Der zugrunde liegende Unternehmenssteuersatz beträgt unter diesen Voraussetzungen ca. 33,0%.
220. Auf Basis der Planungsrechnung und des Unternehmenskonzepts haben wir im Detailplanungszeitraum eine Vollausschüttung unterstellt. In der Phase der ewigen Rente haben wir eine für Deutschland marktübliche Ausschüttungsquote von 50 % unterstellt und die Thesaurierungen fiktiv den Anteilseignern zugerechnet.
221. Entsprechend der Empfehlungen des IDW sind wir im vorliegenden Bewertungsfall von einem typisierten persönlichen Steuersatz in Höhe der Abgeltungssteuer von 25,0% zzgl. Solidaritätszuschlag von 5,5% ausgegangen. Thesaurierungen der finanziellen Überschüsse führen zu Wertsteigerungen in Form von Kursgewinnen, die auf Basis der getroffenen Typisierung einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung unterliegen. Diese haben wir mit 13,2% (einschließlich Solidaritätszuschlag) bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern berücksichtigt.
222. Aufgrund eines mit der BVH vergleichbaren Geschäftsmodells und dadurch bedingt vergleichbaren operativen Risikos sowie einer vergleichbaren Finanzierungsstruktur (Eigenkapitalfinanzierung) halten wir es für angemessen, die erwarteten Nettoausschüttungen der SAM im Rahmen der Bewertung mit dem für die BVH ermittelten Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren.

Ertragswertermittlung € in Tsd.	FC 2022	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Ewige Rente ab 2027
Zu diskontierende Nettoausschüttung	298	313	343	374	407	371
Eigenkapitalkosten	8,21%	8,21%	8,21%	8,21%	8,21%	7,34%
Periode	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	
Barwertfaktor	0,92	0,85	0,79	0,73	0,67	9,18
Barwert	275	268	270	273	274	3.407
Ertragswert zum 31. Dezember 2021	4.767					
Aufzinsungsfaktor	1,05					
Ertragswert zum 25. Juli 2022	4.984					
Kaufpreis für 100% der Anteile an der SAM	(3.999)					
Kapitalwert SAM (Sonderwert)	985					

Quelle: PwC Analyse

223. Unter Berücksichtigung des Kaufpreises ergibt sich für die Akquisitionsoportunität der SAM zum Bewertungsstichtag 25. Juli 2022 ein Kapitalwert von €985 Tsd., den wir als Sonderwert angesetzt haben.

VI. Unternehmenswert

224. Der Unternehmenswert der BVH ergibt sich zum Bewertungsstichtag 25. Juli 2022 aus dem Unternehmenswert der BVH Gruppe (inklusive der ausschüttungsfähigen Liquidität) sowie dem Sonderwert aus der Opportunität zur Akquisition der SAM.
225. Zum 25. Juli 2022 beträgt der Unternehmenswert der BVH €23.373 Tsd.
226. Unter Berücksichtigung einer Anzahl von 253.722 BVH Aktien entspricht dies einem Wert je Aktie von €92,12.

Unternehmenswert BVH € in Tsd.	25. Juli 2022
Ertragswert der BVH Gruppe	19.388
Ausschüttungsfähige Liquidität	3.000
Unternehmenswert der BVH Gruppe	22.388
Sonderwert SAM	985
Unternehmenswert	23.373

Aktienwert BVH	25. Juli 2022
Unternehmenswert inkl. Sonderwert (€ in Tsd.)	23.373
Anzahl der Aktien	253.722
Wert je Aktie in €	92,12

Quelle: PwC Analyse

VII. Liquidationswert

227. Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, sämtliche betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile gesondert zu veräußern, so ist der Bewertung der Liquidationswert zugrunde zu legen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen. Zur Überprüfung, ob der Liquidationswert den ermittelten Ertragswert übersteigt, wurde der Liquidationswert der BVH überschlägig auf Basis der aus den Jahresabschlüssen der Einzelgesellschaften pro forma konsolidierten Gruppenbilanz der BVH zum 31. Dezember 2021 ermittelt und dem von uns nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert gegenübergestellt.
228. Der Wert des Vermögens wird vom Absatzmarkt der zu liquidierenden Vermögenswerte bestimmt. Wir haben bei unseren Berechnungen vereinfachend unterstellt, dass die Aktiva zum Buchwert veräußert werden können. Aufgrund der Struktur der Aktiva der BVH Gruppe sind wir in diesem Zusammenhang im Wesentlichen davon ausgegangen, dass die Forderungen an Kunden in vollem Umfang werthaltig sind, für die Forderungen an Kreditinstitute wird dies ohnehin vorausgesetzt.
229. Da keine Finanzschulden vorliegen sind von den auf dieser Grundlage ermittelten Vermögenswerten lediglich die im Liquidationsfall zahlungswirksamen Verbindlichkeiten der Passiva abzuziehen. Vereinfachungsbedingt haben wir diese mit ihrem bilanziellen Wert zum 31. Dezember 2021 angesetzt, obwohl insbesondere die anderen Rückstellungen im Liquidationsfall erwartungsgemäß nur teilweise auszahlungswirksam sein dürften.
230. Selbst unter der unzutreffenden Annahme, dass sich im Liquidationsfall keine Zahlungsverpflichtungen aus den bilanzierten Passiva ergeben würden, läge der Veräußerungswert der Aktiva deutlich unterhalb des Ertragswerts der BVH Gruppe.
231. Unberücksichtigt sind in dieser überschlägigen Betrachtung auch die durch eine Liquidation entstehenden Kosten, z.B. Abwicklungskosten und Sozialplanaufwendungen, die in Abzug zu bringen wären und den Liquidationswert mindern würden.
232. Die vorgenannten Ausführungen zeigen, dass der Liquidationswert deutlich unterhalb des Ertragswerts der BVH liegen würde, so dass ihm keine Relevanz für die Unternehmensbewertung der BVH zukommt.

E. Plausibilisierung des Unternehmenswerts auf Basis von Multiplikatoren

I. Grundsätzliche Vorgehensweise

233. Die Bewertungspraxis kennt vereinfachte Verfahren auf Basis von Multiplikatoren, die zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Unternehmensbewertung auf Basis der Ertragswertmethode oder DCF-Methode herangezogen werden können. Hierbei wird der Unternehmenswert anhand eines mit dem Multiplikator bestimmten Vielfachen einer Erfolgsgröße des Bewertungsobjekts abgeschätzt.
234. Geeignete Multiplikatoren können aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (sog. Peer Group) oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden. Es ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann deshalb im Regelfall nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte. Bei auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise in hohem Maße durch die subjektive Interessenlage der Transaktionspartner bestimmt sind. Sie berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und subjektive Erwartungshaltungen. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren für die Plausibilisierung eines objektivierten Unternehmenswerts in der Regel niedriger. Dementsprechend haben wir in der folgenden Analyse ausschließlich vergleichbare börsennotierte Unternehmen zugrunde gelegt.
235. Im Rahmen einer vergleichenden Marktbewertung lassen sich Multiplikatoren auf Basis verschiedener Erfolgsgrößen anwenden:
- **KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis):** Equity Multiplikator, der die Ertragskraft des Unternehmens nach allen Aufwendungen (insbesondere nach Bedienung der Fremdkapitalgeber und nach Steuern) als Referenzgröße für den Wert des Eigenkapitals heranzieht. Die Verwendung dieses Multiplikators setzt einen vergleichbaren Verschuldungsgrad voraus.
 - **EV/EBIT (Gesamtunternehmenswert zu Ergebnis vor Steuern und Zinsen):** Entity Multiplikator, neutralisiert in gewissem Umfang unterschiedliche Kapitalstrukturen. Der Gesamtunternehmenswert umfasst den Marktwert des Fremdkapitals und ist insoweit vom zu ermittelnden Unternehmenswert (Marktwert des Eigenkapitals) zu unterscheiden.
 - **EV/EBITDA (Gesamtunternehmenswert zu Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen):** Entity Multiplikator, neutralisiert unterschiedliche Kapitalstrukturen und setzt vergleichbare Ausgaben für abzuschreibendes Anlagevermögen voraus.

- **EV/Umsatz (Gesamtunternehmenswert zu Umsatz):** Entity Multiplikator, neutralisiert unterschiedliche Kapitalstrukturen und unterstellt eine annähernd vergleichbare Umsatzrentabilität.

236. Für die Zwecke der vergleichenden Marktbewertung wurden die Vergleichsunternehmen, die auch bei der Ableitung des Beta-Faktors herangezogen wurden, verwendet. Hinsichtlich der Auswahlkriterien sei auf D. III. 2. verwiesen.

II. Ableitung der Multiplikatoren

237. Während bei der Ertragswertmethode die in der Zukunft erwarteten Zahlungsströme explizit in die Berechnung des Unternehmenswerts eingehen, basieren die Multiplikatoren in der Regel jeweils auf einer prognostizierten Umsatz- oder Ertragsgröße eines in der nahen Zukunft liegenden Basisjahres. Die längerfristigen Ertragserwartungen, der charakteristische Ertragsverlauf und das Risiko finden ihren Niederschlag im Multiplikator. Unter bestimmten Prämissen können die Verfahren der Kapitalwertkalküle und der Multiplikatoren ineinander überführt werden.
238. Kritische Faktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die prognostizierten Erfolgsfaktoren und die Auswahl der Vergleichsunternehmen zur Generierung der Multiplikatoren.
239. Aufgrund unterschiedlicher Umsatzrentabilitäten haben wir darüber hinaus auf die Verwendung des Umsatz-Multiplikators verzichtet. Ferner haben wir auf die Verwendung des EBITDA-Multiplikators verzichtet, da innerhalb der BVH Gruppe keine wesentlichen Abschreibungen anfallen und die Vergleichbarkeit zu den Peers durch abweichende Rechnungslegungsstandards (Abschreibung von aktivierten Nutzungsrechten nach IFRS) tendenziell eingeschränkt ist.
240. Demzufolge haben wir eine kapitalmarktorientierte Bewertung der BVH unter Zugrundelegung von Multiplikatoren des Unternehmensgesamtswerts der Vergleichsunternehmen und deren zu erwartenden EBIT vorgenommen. Der Gesamtunternehmenswert wurde dabei aus der Börsenkaptalisierung zuzüglich verzinslichem Fremdkapital und Netto-Pensionsverpflichtungen und Minderheitsanteilen der Vergleichsunternehmen ermittelt. Da wir aufgrund des Geschäftsmodells der Vergleichsunternehmen davon ausgehen, dass es sich bei der vorhandenen Liquidität um überwiegend operative bzw. betriebsnotwendige Liquidität handelt, haben wir diese bei der Ermittlung des Gesamtunternehmenswerts nicht in Abzug gebracht.
241. Außerdem haben wir eine kapitalmarktorientierte Bewertung der BVH unter Zugrundelegung des KGV-Multiplikators vorgenommen, mit dem der Unternehmenswert im Sinne des Eigenkapitalwerts abgeleitet wird.

242. Wir haben als Grundlage für die Ableitung der Multiplikatoren auf die durchschnittlichen Analysenschätzungen hinsichtlich EBIT und Jahresüberschuss der Vergleichsunternehmen für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024 auf Basis von Daten des Finanzinformationsdienstleisters S&P Global Market Intelligence LLC (vormals S&P Capital IQ) zurückgegriffen.
243. Für die Vergleichsunternehmen ergeben sich folgende Multiplikatoren:

Unternehmen	Multiplikatoren - EBIT		
	2022	2023	2024
Amundi	6,2x	5,9x	5,6x
Anima Holding S.p.A.	8,6x	7,9x	7,4x
Artisan Partners Asset Management Inc.	6,8x	6,3x	6,3x
BlackRock, Inc.	13,6x	12,0x	11,3x
BrightSphere Investment Group Inc.	8,7x	8,6x	7,5x
CI Financial Corp.	6,9x	6,3x	
Cohen & Steers, Inc.	13,7x	12,4x	
Franklin Resources, Inc.	7,5x	7,7x	7,4x
Impax Asset Management Group plc	11,8x	10,7x	9,3x
Invesco Ltd.	5,4x	5,3x	5,0x
Jupiter Fund Management Plc	7,1x	6,9x	6,6x
Liontrust Asset Management PLC	6,2x	5,8x	5,2x
River and Mercantile Group PLC			
Schroders plc	9,8x	8,7x	8,1x
SEI Investments Company	12,1x	13,1x	12,9x
Westwood Holdings Group, Inc.			
1. Quartil	6,6x	6,2x	5,8x
Durchschnitt	8,9x	8,4x	7,7x
3. Quartil	11,9x	11,0x	9,0x

Unternehmen	Multiplikatoren - KGV		
	2022	2023	2024
Amundi	7,9x	7,5x	7,0x
Anima Holding S.p.A.	7,0x	6,4x	6,0x
Artisan Partners Asset Management Inc.	7,6x	7,1x	7,2x
BlackRock, Inc.	15,2x	13,5x	12,5x
BrightSphere Investment Group Inc.	8,7x	8,5x	7,5x
CI Financial Corp.	4,3x	4,2x	
Cohen & Steers, Inc.	16,3x	14,9x	
Franklin Resources, Inc.	6,2x	6,8x	6,9x
Impax Asset Management Group plc	14,4x	13,1x	11,3x
Invesco Ltd.	6,4x	5,7x	5,6x
Jupiter Fund Management Plc	9,2x	9,0x	8,3x
Liontrust Asset Management PLC	9,1x	8,4x	7,5x
River and Mercantile Group PLC			
Schroders plc	11,2x	10,0x	9,3x
SEI Investments Company	12,7x	13,5x	13,6x
Westwood Holdings Group, Inc.			
1. Quartil	6,8x	6,7x	6,9x
Durchschnitt	9,7x	9,2x	8,6x
3. Quartil	13,2x	13,2x	10,8x

Quelle: Capital IQ, PwC Analyse

244. Die grau straffierten Bereiche markieren Datenpunkte für die Analystenschätzungen nicht bzw. nicht für beide Ergebnisgrößen vorhanden waren.

III. Multiplikatorbewertung

245. Wendet man die Multiplikatoren der Peer Group entsprechend auf die für die BVH geplanten Ergebnisse vor Zinsen und Steuern (EBIT) sowie Jahresüberschüsse der Geschäftsjahre 2022 bis 2024 an, ergibt sich folgendes Bild:

BVH

Vergleichende Multiplikatorenbewertung

Unternehmen	Multiplikatoren - EBIT		
	2022	2023	2024
1. Quartil	6,6x	6,2x	5,8x
Durchschnitt	8,9x	8,4x	7,7x
3. Quartil	11,9x	11,0x	9,0x
EBIT BVH Gruppe (€ in Tsd.)	2.058	2.233	2.669

Gesamtunternehmenswert (€ in Tsd.)

1. Quartil	13.651	13.892	15.346
Durchschnitt	18.284	18.734	20.585
3. Quartil	24.471	24.569	24.024
abzgl. Finanzverbindlichkeiten (€ in Tsd.)	-	-	-
zzgl. ausschüttungsfähige Liquidität (€ in Tsd.)	3.000	3.000	3.000
zzgl. Sonderwert SAM (€ in Tsd.)	985	985	985

Marktwert des Eigenkapitals (€ in Tsd.)

1. Quartil	17.636	17.877	19.331
Durchschnitt	22.269	22.719	24.571
3. Quartil	28.456	28.554	28.010

Unternehmen	Multiplikatoren - KGV		
	2022	2023	2024
1. Quartil	6,8x	6,7x	6,9x
Durchschnitt	9,7x	9,2x	8,6x
3. Quartil	13,2x	13,2x	10,8x
Jahresüberschuss BVH (€ in Tsd.)	1.482	1.496	1.789

Unternehmenswert (€ in Tsd.)

1. Quartil	10.082	10.053	12.348
Durchschnitt	14.422	13.756	15.317
3. Quartil	19.503	19.785	19.297
zzgl. ausschüttungsfähige Liquidität (€ in Tsd.)	3.000	3.000	3.000
zzgl. Sonderwert SAM (€ in Tsd.)	985	985	985

Marktwert des Eigenkapitals (€ in Tsd.)

1. Quartil	14.068	14.038	16.334
Durchschnitt	18.408	17.742	19.302
3. Quartil	23.488	23.770	23.283

Quelle: PwC Analyse

246. Die über die EBIT-Multiplikatoren der Peer Group aufgespannte Bandbreite der Unternehmenswerte reicht von €17.636 Tsd. bis €28.554 Tsd. Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der BVH liegt mit €23.373 Tsd. mittig innerhalb dieser Unternehmenswertbandbreite aus der Multiplikatorbewertung und innerhalb der auf Basis der durchschnittlichen Multiplikatoren der Peer Group abgeleiteten Unternehmenswertbandbreite, die von €22.269 Tsd. bis €24.571 Tsd. reicht.
247. Die über die KGV-Multiplikatoren der Peer Group aufgespannte Bandbreite der Unternehmenswerte reicht von €14.038 Tsd. bis €23.770 Tsd. Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der BVH liegt mit €23.373 Tsd. am oberen Ende der Unternehmenswertbandbreite aus der Multiplikatorbewertung.

F. Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG

248. Zur Ermittlung der Höhe der angemessenen Barabfindung wurde der Unternehmenswert der BVH zum 25. Juli 2022 von €23.373 Tsd. auf die Gesamtzahl der Aktien der Gesellschaft, d.h. auf 253.722 Stück, bezogen. Es ergibt sich ein Wert je Aktie von €92,12.
249. Aufgrund der derzeit dynamischen Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der damit verbundenen Auswirkungen auf die Zinskonditionen können wir zum Abschluss unserer Bewertungsarbeiten nicht ausschließen, dass in dem Zeitraum zwischen Beendigung der Bewertungsarbeiten sowie dem Tag der beschlussfassenden ordentlichen Hauptversammlung, der der Stichtag für die Bewertung ist, die Verwendung eines abweichenden Basiszinssatzes nach den anzuwendenden Bewertungsgrundsätzen erforderlich ist. Infolge dieser Unsicherheiten stellen wir im Folgenden, neben den Ergebnissen, wie sie sich zum Abschluss unserer Bewertungsarbeiten ergeben, eine Szenariobetrachtung dar, die alternativ die Auswirkung von alternativen Basiszinssätzen berücksichtigt. Dabei wurde vereinfachend unterstellt, dass alle sonstigen Bewertungsparameter und -vorgehensweisen unverändert bleiben. Da das tagesaktuelle Zinsniveau zum Zeitpunkt unserer Berichterstattung bereits deutlich oberhalb des 3-Monats-Zeitraums liegt, der für die Basiszinssatzermittlung zugrunde gelegt wurde, ist ein höherer Basiszinssatz zum Bewertungsstichtag 25. Juli 2022 überwiegend wahrscheinlich, weshalb wir bei den nachfolgenden nachrichtlichen Auswirkungen keinen Gleichlauf nach oben und unten unterstellt haben.
250. Die nachstehende Tabelle zeigt nachrichtlich die auf dieser Grundlage ermittelten Werte je Aktie im Überblick:

Basiszins:	Wert je Aktie
0,8 %	€94,02
0,9 %	€93,06
1,00 %	€92,12
1,25 %	€89,85
1,50 %	€87,69

Quelle: PwC Analyse

G. Ergebniszusammenfassung

251. Die Lloyd Fonds hat uns mit Schreiben vom 6. Mai 2022 beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der BVH, sowie zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung für die Aktien gemäß § 327b Abs. 1 AktG zum Bewertungsstichtag 25. Juli 2022 zu erstatten.
252. Unserer Wertermittlung liegt die im Gutachten erläuterte prognoseorientierte Ertragswertmethode zugrunde. Basis unserer Berechnungen war die Planungsrechnungen der BVH in Form einer Konzernplanung für die Geschäftsjahre 2022 bis 2026. Aus den uns vorliegenden Prognosedaten haben wir die nach dem Bewertungsstichtag zu erwartenden Nettoausschüttungen abgeleitet.
253. Die Nettoausschüttungen sind mit einem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes haben wir einen Basiszinssatz von 1,00%, eine Nach-Steuer-Marktrisikoprämie von 5,75% und einen Betafaktor von 1,30 verwendet.
254. Unter Berücksichtigung der vorgenannten Prämissen ergibt sich im Detailplanungszeitraum 2022 bis 2026 ein Kapitalisierungszinssatz von 8,21%. Für die Zeit nach der expliziten Planungsphase, für die wir ein um die effektive Veräußerungsgewinnbesteuerung gekürztes Wachstum von 0,87% angenommen haben, wurden die erwarteten Nettoausschüttungen ab dem Geschäftsjahr 2027 mit einem Kapitalisierungszinssatz von 7,34% diskontiert.
255. Auf Basis der dargestellten Annahmen und unter Beachtung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen haben wir einen Unternehmenswert der BVH zum 25. Juli 2022 von €23.373 Tsd. ermittelt. Auf Basis der aktuellen Aktienanzahl der BVH ergibt sich ein Unternehmenswert je Aktie von €92,12.
256. Da die Aktien der BVH nicht börsengehandelt sind, kann ein Börsenkurs nicht als Untergrenze zur Bestimmung der Barabfindung herangezogen werden.
257. Der Liquidationswert liegt deutlich unterhalb des Ertragswertes und ist somit für die Bewertung der BVH nicht relevant.
258. Die Marktbewertung stützt das Ergebnis der Ertragswertberechnung.
259. Der Ermittlung der angemessenen Barabfindung nach dem Ertragswertverfahren liegen die uns bis zum Ende der Bewertungsarbeiten zur Verfügung gestellten Informationen zugrunde. Sollten Ereignisse zwischen dem Abschluss unserer Bewertungsarbeiten und dem Tag der ordentlichen Hauptversammlung eintreten, die einen Einfluss auf die Höhe der Barabfindung haben, sind die Werte entsprechend anzupassen.

260. Wir haben diese gutachtliche Stellungnahme auf der Grundlage der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie der uns erteilten Auskünfte und der Ergebnisse eigener Untersuchungen erstellt.
261. Wir erstatten diese gutachtliche Stellungnahme nach bestem Wissen und Gewissen unter Bezugnahme auf die Grundsätze, wie sie in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüferordnung niedergelegt sind.

Stuttgart, den 18. Juni 2022

PricewaterhouseCoopers GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Daniel Mayr



ppa. Timo Hermann

Allgemeine Auftragsbedingungen

für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen 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 schriftlich vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

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

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 schriftlichen Vereinbarung.

(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 Folgerungen 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 schriftlichen Erklärung 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 schriftlich darzustellen hat, ist alleine diese schriftliche Darstellung maßgebend. Entwürfe schriftlicher Darstellungen sind unverbindlich. Sofern nicht anders vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie schriftlich 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 schriftlichen 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) Der Anspruch auf Beseitigung von Mängeln muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Ansprüche 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 die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt.

(3) Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

(4) 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.

(5) Ein einzelner Schadensfall im Sinne von Abs. 2 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 rechtllichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden. Die Begrenzung auf das Fünffache der Mindestversicherungssumme gilt nicht bei gesetzlich vorgeschriebenen Pflichtprüfungen.

(6) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der schriftlichen 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.

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 schriftlicher 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 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 schriftlichen Vereinbarung umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

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

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

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger schriftlicher Vereinbarungen die unter Abs. 3 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, Einheitsbewertung und Vermögensteuer 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, Kapitalverkehrsteuer, 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 Auslagensersatz 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 Auslagensersatz 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.