

**Bericht über die Prüfung der Angemessenheit**  
**der Barabfindung zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der**  
**BV Holding AG, München,**  
**auf die**  
**Lloyd Fonds AG, Hamburg,**  
**gemäß**  
**§ 327c Abs. 2 Satz 2 AktG und § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG**  
**(Elektronische Kopie)**

**Bemerkung zur Verwendung der elektronischen Kopie**

Die vorliegende PDF-Datei haben wir auf Wunsch unseres Auftraggebers als digitales Leseexemplar erstellt.

Wir weisen darauf hin, dass für unsere Berichterstattung ausschließlich unser Originalbericht in der unterzeichneten Originalfassung maßgeblich sind.

Für die inhaltliche Richtigkeit und Vollständigkeit der Ihnen als PDF-Datei überlassenen Version übernehmen wir keine Haftung. Bei Weitergabe an Dritte weisen wir darauf hin, dass sich unsere Verantwortlichkeit – auch gegenüber Dritten – allein nach den Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017 in diesem Bericht richtet.

**Bericht über die Prüfung der Angemessenheit**  
**der Barabfindung zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der**  
**BV Holding AG, München,**  
**auf die**  
**Lloyd Fonds AG, Hamburg,**  
**gemäß**  
**§ 327c Abs. 2 Satz 2 AktG und § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG**



Bericht über die Prüfung der Angemessenheit einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre

**KFS Revision GmbH**  
**Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

**Hamburg**

Langenhorner Chaussee 602  
22419 Hamburg  
Tel.: 040 / 33 44 22 55 - 0  
Fax: 040 / 33 44 22 55 - 66  
info@kfsp.de

[www.kfsp.de](http://www.kfsp.de)

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre
**Inhalt**

<b>A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG</b>	<b>1</b>
<b>B. GRUNDLAGEN DER PRÜFUNG</b>	<b>3</b>
<b>I. Lloyd Fonds AG, Hamburg</b>	<b>5</b>
<b>II. BV Holding AG, München</b>	<b>5</b>
1. Gesellschaftsrechtliche Verhältnisse	5
2. Transaktionshistorie	6
3. Wirtschaftliche Tätigkeiten	7
<b>C. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG</b>	<b>9</b>
<b>D. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG</b>	<b>10</b>
<b>I. Angaben zu Ermittlung der Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 4 AktG, 293e AktG 10</b>	
1. Vorbemerkung	10
2. Angemessenheit der angewandten Bewertungsmethode	10
2.1 Ertragswert	10
2.2 Liquidationswert	12
2.3 Substanzwert	12
2.4 Vergleichsorientierte Bewertung	13
2.5 Börsenkurs	13
3. Besondere aktuelle Schwierigkeiten bei der Bewertung	14
<b>II. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen</b>	<b>14</b>
1. Ermittlung des Unternehmenswertes anhand des Ertragswertverfahrens	14
1.1 Vorgehensweise	14
1.2 Bewertungsobjekt	15
1.3 Bewertungsstichtag	15
1.4 Bewertungsverfahren	16
1.5 Vergangenheitsbereinigung und pro forma Konsolidierung der BVH Gruppe	16
1.6 Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse	19
<b>1.6.1 Markt- und Wettbewerbsumfeld</b>	<b>19</b>
a) Marktabgrenzung	19
b) Gesamtwirtschaftliche Entwicklung	19
c) Markt für Vermögensverwaltung in Deutschland	20
1.6.2 Zugrunde liegende Planung und Planungsprozess	24
1.6.3 Planungsbeurteilung und -Plausibilisierung	25
1.6.4 Geplante Ergebnisse	26
1.6.5 Unternehmenssteuern	31
1.6.6 Erwartete Nettoausschüttungen unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern	31
1.6.7 Zu kapitalisierende Ergebnisse	32
1.7 Kapitalisierungszinssatz	32
1.7.1 Basiszinssatz	33
1.7.2 Risikozuschlag	34
1.7.3 Wachstumsrate	38
1.8. Ertragswert der BVH AG inklusive nicht betriebsnotwendiges Vermögen	39

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre

1.9 Wert des gesondert bewerteten Vermögenswertes „SAM“	40
1.10 Unternehmenswert und Wert je Aktie	44
1.11 Plausibilisierung des Unternehmenswertes	44
<b>III. Angemessenheit der festgesetzten Barabfindung</b>	<b>46</b>
<b>E. ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG</b>	<b>47</b>

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre

**ANLAGEN**

1. Bestellungsbeschluss des Landgerichts München I vom 19. Mai 2022
2. Verschmelzungsvertrag vom 19. Mai 2022
3. 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
4. Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre**ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS**

AAB	Allgemeine Auftragsbedingungen
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AuM	Assets under Management
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BVAG	Bayerische Vermögen AG, München
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVH AG	BV Holding AG, München
BVH AG Gruppe	BVH AG mit ihren Tochtergesellschaften BVG, MFI und MC
BVG	BV Bayerische Vermögen GmbH, München
BVI	BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
CAPM	Capital Asset Pricing Modell
DCF	Discounted Cashflo
EBIT	Earnings before Interest and Tax
EUR	Euro
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
ff.	Fortfolgende
ggf.	Gegebenenfalls
HGB	Handelsgesetzbuch
HR	Handelsregister
i.d.F.	in der Fassung
i. H. v.	in Höhe von
i. V. m.	in Verbindung mit

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre

IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V., Düsseldorf
Inc.	Incorporated
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
LfL	Like-for-Like
Lloyd AG	Lloyd Fonds AG, Hamburg
Ltd.	Limited
MC	m+c Asset Allocation GmbH
MFI	MFI Asset Management GmbH
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
o. g.	oben genannten
p.a.	per annum
PwC	PricewaterhouseCoopers GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stuttgart
QoE	Quality of EarningsRz.      Randziffer
S	Standard des IDW
SAM	Selection Asset Management AG, München
sog.	sogenannt
TEUR	Tausend Euro
Tz.	Textziffer
UmwG	Umwandlungsgesetz
UR	Urkundenrolle
USA	United States of America
WP-Handbuch I oder II	Wirtschaftsprüferhandbuch I und II

**A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG**

Mit Beschluss des Landgerichts München I – Kammer für Handelssachen - vom 19. Mai 2022 wurden wir, die KFS Revision GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg, vertreten durch die Geschäftsführer, im Hinblick auf die Angemessenheit einer von der

**Lloyd Fonds AG, Hamburg,**

(nachfolgend kurz als „Gesellschaft“ oder „Lloyd AG“ bezeichnet),

an die Aktionäre der

**BV Holding AG, München,**

(kurz: „BVH AG“),

zu gewährenden Barabfindung als Prüferin gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293c Abs. 1 AktG bestellt.

Im Vorfeld unserer gerichtlichen Bestellung haben wir bereits mit Schreiben vom 25. April 2022 gegenüber dem Landgericht München I – Kammer für Handelssachen - erklärt, dass

- wir gerne bereit sind, für die Lloyd AG als Übertragungsprüfer die erforderliche Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der BVH AG gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 ff. AktG bzw. § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG durchzuführen, falls eine Bestellung unserer Gesellschaft durch das Landgericht München I erfolgen sollte,
- wir ferner gerne bereit sind, für die Lloyd AG und die BVH AG als gemeinsamer Verschmelzungsprüfer den Verschmelzungsvertrag gemäß §§ 60 i.V.m. 9 bis 12 UmwG zu prüfen, falls das Landgericht München I unsere Gesellschaft zum (gemeinsamen) Verschmelzungsprüfer bestellen sollte,
- unsere Gesellschaft über eine hinreichend große Anzahl von Wirtschaftsprüfern mit entsprechenden Fachkenntnissen in der Unternehmensbewertung verfügt, um eine sachverständige Prüfung der Übertragung und Verschmelzung durchführen zu können. Wir verfügen insgesamt über die persönlichen und sachlichen Voraussetzungen und die Bereitschaft entsprechende Prüfungsaufträge zu übernehmen,
- unsere Gesellschaft bisher wie folgt prüferisch für die Lloyd AG oder mit diesen verbundene Unternehmen tätig geworden ist: Aufgrund von Bestellungsbeschlüssen des Amtsgerichts Hamburg (Registergericht) vom 22. Dezember 2021 und vom 24. Januar 2022 haben wir die Sacheinlagenprüfung im Rahmen einer „Bis-zu“-Sachkapitalerhöhung bei der Lloyd AG übernommen. Zudem haben wir für die Lloyd AG bisher eine einmalige Beratungsleistung im Zusammenhang mit einer Due Diligence-Prüfung erbracht. Für die BVH AG sind wir bisher nicht tätig geworden,

Lloyd Fonds AG, Hamburg

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre

- unsere Gesellschaft bisher noch nicht für die Mitglieder des Vorstandes oder die Mitglieder des Aufsichtsrates der Lloyd AG und der BVH AG tätig geworden ist,
- kein maßgebender Einfluss der Mitglieder des Vorstandes und des Aufsichtsrats der Lloyd AG auf unsere Geschäftsführung besteht,

Gegenstand unserer Prüfungshandlungen und dieses Prüfungsberichtes

Ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung darf der Bericht daher nicht an Dritte weitergegeben werden. Bei der Verwendung unseres Berichtes für andere als diesem Auftrag zugrunde liegende Zwecke, ist dafür Sorge zu tragen, dass auch in diesen Fällen die vorgenannten „Allgemeine Auftragsbedingungen“ Anwendung finden.

**B. GRUNDLAGEN DER PRÜFUNG**

Für unsere Prüfung lagen unter anderem nachfolgend aufgeführte Unterlagen vor:

- Verschmelzungsvertrag zwischen der Lloyd AG als übernehmender Rechtsträger und der BVH AG als übertragender Rechtsträger vom 19. Mai 2022
- Entwurf des gemeinsamen Verschmelzungsbericht der Vorstände der Lloyd AG und der BVH AG über die Verschmelzung der BVH AG auf die Lloyd AG nach § 8 UmwG
- Entwurf des Übertragungsberichts der Lloyd AG als Hauptaktionärin der BVH AG über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der BVH AG auf die Lloyd AG sowie der festgelegten Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG
- Schreiben des Vorstands der Lloyd AG nach § 62 Abs.5 i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG über das Übertragungsverlangen
- Handelsregisterauszug der Lloyd AG, Hamburg, vom 17. Juni 2022
- Handelsregisterauszug der BV Holding AG, München, vom 17. Juni 2022
- Satzung der Lloyd AG in beglaubigter Fassung vom 17. Februar 2022
- 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 der PwC
- BVH AG Unternehmensplanung des Managements für die Jahre 2022 bis 2026
- Selection Asset Management AG (kurz „SAM“) Unternehmensplanung des Managements der BVH AG auf Basis der im Rahmen des Transaktionsprozesses vorgelegten Unternehmensplanung des Managements der SAM für die Jahre 2022 bis 2026
- Letter of Intent vom 2. Mai 2022 zur Akquisition der SAM
- Jahresabschlüsse der BVH AG Gruppe für die Geschäftsjahre 2020 und 2021
- Geprüfte Konzernabschlüsse der BVAG für die Geschäftsjahre 2019 und 2020
- Pro forma Konsolidierung der BVH AG Gruppe für das Geschäftsjahr 2021

Die Unterlagen lagen uns teilweise im Original und teilweise in Kopie vor. Wir gehen nachfolgend davon aus, dass die in Kopie vorgelegten Unterlagen, den Originalunterlagen entsprechen. Ein Abgleich mit den Originalunterlagen ist unter wirtschaftlichen Aspekten bei der Durchführung unserer Überprüfung nicht erfolgt.

Als Auskunftspersonen standen uns insbesondere Herr Plate (Vorstandsvorsitzender der Lloyd AG) und Herr Gröbner (Mitglied des Vorstands der BVH AG) sowie die begleitenden Rechtsanwälte zur Verfügung. Alle von uns erbetenen Aufklärungen und Nachweise sind vollständig von der Gesellschaften erbracht worden. Darüber hinaus haben uns die Vorstände der Gesellschaften Vollständigkeitserklärungen abgegeben, dass uns sämtliche für die Prüfung der Angemessenheit der zu gewährenden Barabfindung an die Minderheitsaktionäre der BVH AG bedeutsame Informationen und Dokumente richtig und vollständig zur Verfügung gestellt wurden.

Mit Verschmelzungsvertrag vom 19. Mai 2022 überträgt die BVH AG ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten ohne Abwicklung nach §§ 2 Nr. 1, 60 ff. UmwG auf die Lloyd AG. Im Zusammenhang mit der Verschmelzung der BVH AG auf die Lloyd AG soll ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre der BVH AG gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a bis 327f AktG erfolgen. Der Vorstand der Lloyd AG hat hierzu am 14. April 2022 dem Vorstand der BVH AG nach § 62 Abs.5 i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG das Verlangen übermittelt, dass die Hauptversammlung der BVH AG innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der BVH AG auf die Lloyd AG als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt.

Verschmelzungssichttag ist der 1. Januar 2022, d.h. vorbehaltlich der Ziffer 7 des Verschmelzungsvertrages erfolgt die Übernahme des Vermögens der BVH AG als übertragende Gesellschaft durch die Lloyd AG als übernehmende Gesellschaft auf diesen Zeitpunkt.

Gemäß Ziffer 8 des Verschmelzungsvertrages wird die Verschmelzung unter der aufschiebenden Bedingung stehen, dass ein Beschluss der Hauptversammlung der BVH AG nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i. V. m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der BVH AG auf die Lloyd AG als Hauptaktionärin in das Handelsregister des Sitzes der BVH AG mit dem Vermerk nach § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG, dass der Übertragungsbeschluss erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung im Register des Sitzes der LFAG wirksam wird, eingetragen wird.

Mit Datum vom 18. Mai 2022 hat der Aufsichtsrat der BVH AG dem Abschluss des Verschmelzungsvertrages zugestimmt. Ein Zustimmungsbeschluss des Aufsichtsrates der Lloyd AG ist aufgrund der Geschäftsordnung von Vorstand und Aufsichtsrat und der bereits bestehenden Beteiligungshöhe nicht gefasst worden.

Die beabsichtigte Verschmelzung der BVH AG auf die Lloyd AG soll zu einer vereinfachten Konzernstruktur und Organisationsform der Gesellschaften des Lloyd AG-Konzerns und der verbundenen Unternehmen führen. Durch den Wegfall eines Rechtsträgers in der Beteiligungskette sollen im Lloyd AG-Konzern erhebliche Kosten eingespart werden.

Die Durchführung des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Out ermöglicht ferner eine effizientere Einbindung der von der BVH AG geführten BVH-Gruppe in den Lloyd AG-Konzern, da mit Wirksamwerden des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Out die derzeit zwischen der Lloyd AG und der BVH AG bestehenden Beschränkungen des faktischen Konzerns gemäß §§ 311 ff. AktG entfallen. Auch

würde die Verpflichtung der BVH AG einen Abhängigkeitsbericht gemäß § 312 AktG zu erstellen, entfallen.

## **I. Lloyd Fonds AG, Hamburg**

Die Lloyd AG hat ihren Sitz in Hamburg. Die Gesellschaft ist im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 75492 eingetragen. Die aktuelle Satzung datiert vom 17. Februar 2022 und wurde am 17. Februar 2022 zuletzt geändert.

Gegenstand des Unternehmens der Lloyd AG ist die Beschaffung, die Verwaltung und Veräußerung, die Konzeption, die Beratung, die Unterstützung, der Vertrieb und die Betreuung von Vermögensanlagen und -projekten einschließlich der Übernahme und Erbringung von Geschäftsführungs- und sonstigen Dienstleistungen sowie der Erwerb und die Beteiligung an anderen Unternehmen. Die Gesellschaft hält aktuell Geschäftsanteile an insgesamt 14 wesentlichen Tochtergesellschaften.

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt laut Handelsregisterauszug vom 17. Juni 2022 EUR 14.511.298 und ist eingeteilt in 14.511.298 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Nennwert von EUR 1,00 je Aktie. Nach Mitteilung der begleitenden Rechtsanwälte ist das Grundkapital zwischenzeitlich auf EUR 15.515.114 erhöht, eine Eintragung in das Handelsregister steht noch aus.

Als Mitglieder des Vorstands der Gesellschaft sind Herr Achim Plate, 29. Juli 1959, seit dem 7. Januar 2020 und Herr Stefan Mayerhofer, 3. Februar 1965, seit dem 5. April 2019 im Handelsregister eingetragen.

Der Aufsichtsrat setzt sich derzeit zusammen aus Herrn Dr. Stefan Rindfleisch, Rechtsanwalt, Vorsitzender, Herrn Oliver Heine, stellvertretender Vorsitzender, Herrn Prof. Wolfgang Henseler, Herrn WP/StB Jörg Ohlsen und Herrn Peter Zahn.

## **II. BV Holding AG, München**

### **1. Gesellschaftsrechtliche Verhältnisse**

Die BV Holding AG hat ihren Sitz in München. Die Gesellschaft ist im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 241355 eingetragen. Die Satzung der BVH AG wurde zuletzt durch Beschluss der Hauptversammlung vom 29. Januar 2021 geändert.

Gegenstand des Unternehmens der BVH AG ist die die Anlageberatung sowie Anlagenvermittlung von Finanzdienstleistungen im Sinne der aufsichtsrechtlichen Bereichsausnahme; Abschluss von

Vertriebsvereinbarungen hinsichtlich dieser Geschäfte; Errichtung, Erwerb sowie Beteiligung an anderen Unternehmen; Erbringung von Unterstützungsleistungen in organisatorischen, handels- und aufsichtsrechtlichen Belangen von Tochterunternehmen - soweit rechtlich zulässig -; Projektentwicklung sowie Verwaltung eigenen Vermögens.

Das Grundkapital der BVH AG beträgt EUR 253.722,00 und ist eingeteilt in 253.722 nennwertlose Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 je Stückaktie.

Die Lloyd AG hält derzeit unmittelbar 248.660 Aktien der BVH AG. Dies entspricht einem Anteil von ca. 98 % des Grundkapitals der BVH AG. Die übrigen Aktien mit einem Anteil von rund 2% des Grundkapitals der BVH AG befinden sich im Streubesitz.

Herr Alexander Gröbner und Herr Stefan Mayerhofer sind die Mitglieder des Vorstands.

Dem Aufsichtsrat gehören an: Herr Achim Plate (Aufsichtsratsvorsitzender), Herr Meinolf Pousset (stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender) und Herr Klaus Pass.

## 2. Transaktionshistorie

Die BVH AG gehörte nach ihrer Gründung im Jahr 2018 als 100%ige Tochtergesellschaft der Bayerische Vermögen AG (kurz „BVAG“) bis zum Jahr 2020 zum Konzern der BVAG. Sie wurde im Wege der Vollkonsolidierung in die Konzernabschlüsse der Geschäftsjahre 2018 bis 2020 der BVAG einbezogen.

Die BVH AG hat im August 2018 49% der Anteile der m+c Asset Allocation GmbH (kurz „MC“), München, erworben. In die Konzernabschlüsse der Geschäftsjahre 2018 bis 2020 der BVAG wurde die MC als assoziiertes Unternehmen nach der at-Equity-Methode einbezogen. Zum 1. Januar 2020 hat die BVAG die verbleibenden 51 % der Anteile an der MC erworben, was eine Vollkonsolidierung im Konzernabschluss 2020 der BVAG zur Folge hatte.

Im Januar 2018 erfolgte der Erwerb von 100% der Anteile an der MFI Asset Management GmbH, München (kurz „MFI“), durch die BVAG, diese wurde folgerichtig im Konzernabschluss der BVAG ab dem Geschäftsjahr 2018 vollkonsolidiert.

Im Dezember 2019 hat die BVAG sämtliche Anteile der Bayerische Vermögen GmbH (kurz „BVG“) erworben und mit Wirkung zum 1. Dezember 2019 in den Konzernabschluss einbezogen.

Darüber hinaus wurden im Geschäftsjahr 2019 mit Wirkung zum 31. August 2019 die Beteiligung an der Aurecon Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH, München, veräußert und folglich im Konzernabschluss der BVAG entkonsolidiert. Ferner wurde die Filiale der BVAG in Altötting mit Wirkung zum Oktober 2019 veräußert.

Die aktuelle Gruppenstruktur der BVH AG ergibt sich aus weiteren gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen in 2021. So wurde die 100% Tochter der BVH AG, die Bayerische Vermögen Service AG,

Trostberg, mit Wirkung auf den 1. Januar 2021 auf die BVH AG verschmolzen. Zudem hat die BVAG alle von ihr gehaltenen Anteile an der MFI und der BVS mit Wirkung zum 1. Januar 2021 und das bis zu diesem Zeitpunkt bei der BVAG angesiedelte Privatkundengeschäft des Standorts München auf die BVH AG übertragen bzw. eingebracht.

Im Anschluss wurden die Aktien an der BVH AG von der BVAG auf die BVAG- Aktionäre übertragen, wodurch der BVAG Konzern aufgelöst wurde. Zunächst verblieb noch das Privatkundengeschäft der Standorte Trostberg, Frammersbach und Holzkirchen bei der BVAG.

Zum 1. Januar 2022 wurde das Privatkundengeschäfts der Standorte Trostberg, Frammersbach und Holzkirchen von der BVAG auf die BVG übertragen.

Das Bewertungsobjekt umfasst nunmehr die BVH AG und ihre Tochtergesellschaften BVG, MFI und MC.

Derzeit wird der Erwerb der SAM angestrebt. Die Transaktion ist aufgrund der mit Datum vom 2. Mai 2022 unterzeichneten Absichtserklärung (Letter of Intent), einem verhandelten Kaufpreis sowie einer vorliegenden Unternehmensplanung und weiteren Vereinbarungen hinreichend konkretisiert. Die Bewertungsgutachterin hat es aus diesem Grund für sachgerecht erachtet, einen möglichen Wertbeitrag aus der Transaktion im Rahmen der angemessenen Barabfindung als Sonderwert zu berücksichtigen, was wir als nachvollziehbar und zutreffend betrachten.

### 3. Wirtschaftliche Tätigkeiten

Die BVH AG Gruppe besteht aus der BVH AG sowie den operativ tätigen Tochterunternehmen BVG, MFI und MC. Die BVH AG hält jeweils 100% am Kapital der Tochtergesellschaften.

Die BVG ist als Vermögensverwalter für Privatkunden tätig. Die Anlage der sog. AuM („Assets under Management“) erfolgt auf Basis von Musterportfolios, die sich nach Mindesteinlage und Risikobereitschaft (defensiv, ausgewogen bzw. dynamisch) unterscheiden. Das Portfolio der Anlagestrategie „defensiv“ besteht überwiegend aus Rententiteln, während sich das Portfolio bei der Anlagestrategie „dynamisch“ überwiegend aus Aktien zusammensetzt. Die Depots werden von der DAB, BNB Paribas sowie der V-Bank geführt.

Die MFI verwaltet Finanzportfolios („AuM“) für institutionelle Kunden, die Spezialfonds für einzelne Kunden sowie Publikumsfonds betreuen. Bei den kundennahen Fonds handelte es sich im Wesentlichen um Rentenfonds, während die Publikumsfonds regelmäßig Aktien oder Mischfonds sind.

Spezialisierte Beratungsdienstleistungen im Bereich der Asset Allokation institutioneller Kapitalanleger, wie auch teilweise gruppenintern für die BVG und die MFI, werden von der MC erbracht. Die Beratung erfolgt insbesondere in den Bereichen strategische und taktische Asset Allokation,

Marktresearch und Consulting. Die MC verwaltet daher keine Vermögen (AuM) wie die beiden anderen Unternehmen.

Die BVH AG Gruppe beschäftigt derzeit auskunftsgemäß zwei Vorstände und 54 Mitarbeiter.

Die AuM belaufen sich zum 31. März 2022 auf rund EUR 2.510 Mio., wovon rund EUR 824 Mio. auf die private Vermögensverwaltung (BVG) und rund EUR 1.686 auf die Portfolioverwaltung für institutionelle Kunden (MFI) entfallen. Das von der MC beratene Portfolio beläuft sich auf ein Volumen etwa EUR 1.704 Mio.

Je nach Geschäftsbereich unterscheiden sich die zum Teil kundenindividuellen Gebührenmodelle innerhalb der Gruppe. Mit den institutionellen Anlegern und Privatkunden werden neben fixen Gebühren (in % der AuM) auch zum Teil variable, erfolgsabhängige Gebühren vereinbart. In der Allokationsberatung werden die Dienstleistungen im Wesentlichen pauschal honoriert.

### C. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG

Der Gegenstand und der Umfang unserer Prüfung ergeben sich aus den § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG und § 293e AktG. Der eigentliche Prüfungsgegenstand ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung. Die Barabfindung hat gemäß § 327b Abs. 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung zu berücksichtigen.

Der Umfang der Prüfung der Angemessenheit ergibt sich aus § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 2 und 3 AktG. Dementsprechend ist der Prüfungsbericht gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e AktG mit einer Erklärung abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Dabei ist im Prüfungsbericht anzugeben:

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

Die Angemessenheit der Barabfindung lässt sich aufgrund einer Überprüfung der Unternehmensbewertung beurteilen, die die Grundlage für die Ableitung der Barabfindung darstellt. Der Prüfer hat daher die der Barabfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und der inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Bewertung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die wertrelevanten Parameter sachgerecht abgeleitet sind und die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen.

Gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 3 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin der beschlussfassenden Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der außenstehenden Aktionäre auf die Hauptaktionärin dargestellt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (Entwurf des Übertragungsberichts). Die Vollständigkeit und Richtigkeit des Entwurfes des Übertragungsberichts waren, ebenso wie die Zweckmäßigkeit des Squeeze-Out, nicht Gegenstand unserer Prüfung. Soweit der Entwurf des Übertragungsberichts jedoch die Höhe und die Methoden zur Ermittlung der Barabfindung erläutert und begründet, haben wir ihn als eine Unterlage zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung verwendet. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere des Vorliegens der Voraussetzungen und der Rechtmäßigkeit einer Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.

## **D. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG**

### **I. Angaben zu Ermittlung der Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 4 AktG, 293e AktG**

#### **1. Vorbemerkung**

Gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327a Abs.1 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin anlässlich der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre eine angemessene Barabfindung festzulegen. Die Bestimmung der angemessenen Barabfindung erfolgte durch die Lloyd AG. Die entsprechenden Erläuterungen zu den angewandten Grundsätzen und Methoden sind ebenfalls im Entwurf des Übertragungsberichts der Lloyd AG enthalten, den wir zu unseren Arbeitspapieren genommen haben.

#### **2. Angemessenheit der angewandten Bewertungsmethode**

Die angemessene Barabfindung muss nach § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung stehen grundsätzlich unterschiedliche, nachfolgend dargestellte Bewertungsmethoden zur Verfügung. Zu den Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf den Abschnitt E.II.

##### **2.1 Ertragswert**

Die Barabfindung wurde aus einem objektivierten Unternehmenswert abgeleitet. Der objektivierter Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbarer Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner unter der Prämisse der Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzeptes dar.

Die im Rahmen der Bewertung und Prüfung angewandten Bewertungsgrundsätze und -methoden gelten heute in der Theorie und der Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des IDW gefunden und sind in dem Standard des IDW „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ vom 2. April 2008 (IDW S 1 i.d.F. 2008) niedergelegt. Bei der Bewertung wurden die im IDW S 1 enthaltenen „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ beachtet, im Bewertungsgutachten ist darauf explizit Bezug genommen.

Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 bestimmt sich der Wert eines Unternehmens aus dem Nutzen den dieses aufgrund seiner zum 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.

Der Unternehmenswert kann entweder nach dem Ertragswert- oder dem Discounted Cash-Flow-Verfahren ermittelt werden. Beide Bewertungsverfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Finanzierungsannahmen und damit identischen Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) beruhen.

Im vorliegenden Fall wurde zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung eine Ertragsbewertung nach IDW S 1 i.d.F. 2008 durchgeführt. Die in diesem Standard verankerten Grundsätze, insbesondere die Erläuterung der Ertragswertmethode, entsprechen der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur und Praxis. Das Ertragswertverfahren ist ferner nach der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt. Insoweit beurteilen wir das hier angewandte Ertragswertverfahren als eine angemessene Methode zur Bestimmung der angemessenen Abfindung.

Bei der Ertragswertmethode wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Vermögenswerte (einschließlich Schulden), die einzeln übertragen werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, sind als betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen. Für die Bewertung eines Unternehmens sind dementsprechend die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem risikoadäquaten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz dient dazu, die sich ergebende Zahlenreihe an einer Entscheidungsalternative zu messen.

In dem so ermittelten Wert des Eigenkapitals findet nur der Wert des betriebsnotwendigen Vermögens seinen Niederschlag. Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen kommen dafür u.a. bestimmte Finanzaktiva und steuerliche Effekte in Frage.

Die Summe der Barwerte der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergeben grundsätzlich den Unternehmenswert.

Sogenannte unechte Synergien, welche im Ertragswert zu berücksichtigen sind, wurden im Rahmen der Bewertungsarbeiten nicht identifiziert. Mögliche echte Synergieeffekte, die sich dadurch auszeichnen, dass sie sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahmen ergeben (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 50), sind gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 33 f. im Rahmen der objektivierten Unternehmensbewertung nicht zu erfassen (vgl. OLG Stuttgart vom 19.01.2011, AG 2011, S. 420, 421; OLG Düsseldorf vom 27.02.2004, AG 2004, S. 324, 327; OLG Stuttgart vom 04.02.2000, DB 2000, S. 709, 710).

Wir erachten die Anwendung der Ertragswertmethode unter etwaiger Hinzufügung gesondert zu bewertender Vermögenswerte für angemessen, sofern nicht eine Bewertung anhand des Liquidationswertes oder eines Substanzwertverfahrens zu einer höheren Barabfindung führt. Eine Bewertung anhand von Börsenkursen scheidet aus, da das Bewertungsobjekt nicht börsennotiert ist. Zu der Überprüfung der Durchführung der Bewertung nach der Ertragswertmethode nehmen wir in Abschnitt E.II.1 Stellung.

## 2.2 Liquidationswert

Bei der Ertragswert- wie auch der Discounted Cash-Flow-Methode wird der Wert eines Unternehmens aus den diskontierten erwarteten Zahlungsüberschüssen des fortgeführten Unternehmens abgeleitet. Demgegenüber stellt der Liquidationswert den Zahlungsüberschuss aus der fiktiven Liquidation dar. Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 stellt der Liquidationswert immer die Wertuntergrenze im Rahmen der Unternehmensbewertung dar.

Der Liquidationswert wird ermittelt als Barwert der Nettoerlöse, die sich aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände abzüglich Schulden und Liquidationskosten ergeben. Dabei ist ggf. zu berücksichtigen, dass zukünftig entstehende Ertragsteuern diesen Barwert mindern (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Abschnitt 7.4.).

Die Bewertungsgutachterin hat aufgrund der Fortführungsabsicht keine detaillierte Berechnung eines Liquidationswertes für die BVH AG vorgenommen. Im Rahmen der überschlägigen Abschätzung des Liquidationswertes ist die Bewertungsgutachterin zu dem Ergebnis gekommen, dass der nach der Ertragswertmethode abgeleitete Unternehmenswert der BVH AG deutlich über dem Liquidationswert liegt.

Wir haben diese überschlägige Abschätzung nachvollzogen und uns davon überzeugt, dass ein möglicher Liquidationswert unterhalb des nach der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswertes liegen würde. Im Übrigen ist darauf hinzuweisen, dass nach Auskünften der Lloyd AG und der BVH AG keine Liquidation der BVH AG geplant ist.

## 2.3 Substanzwert

Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen nicht vollständig erfassbaren und zu bewertenden immateriellen Werte (z.B., Wert der Organisation, Stellung im Markt) nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat nur in wenigen – hier nicht relevanten – Ausnahmefällen einen

selbständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwertes eines fortzuführenden Unternehmens (z.B. wenn die beste alternative Kapitalverwendung der Unternehmensnachbau wäre).

Die Bewertung der Substanz hat keinen selbständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwertes einer fortzuführenden Unternehmung. Es ist somit angemessen, dass ein Substanzwert von der Bewertungsgutachterin nicht ermittelt wurde.

#### **2.4 Vergleichsorientierte Bewertung**

In der Transaktionspraxis ist es üblich, Unternehmenswerte oder Wertbandbreiten mittels Multiplikatoren zu bestimmen, die als branchenüblich angesehen werden. Bei sorgfältiger Durchführung solcher Bewertungen ist zum einen eine Analyse der zurückliegenden und ebenso der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts erforderlich. Zum anderen müssen die Multiplikatoren auf Grundlage von Daten vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden. Derartige Multiplikator-Bewertungen stellen im Regelfall und unter Berücksichtigung eingeschränkter öffentlich verfügbarer Informationen lediglich vereinfachte, pauschalisierte Wertfindungen dar. Daher ist eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswertmethode – wie sie hier vorgenommen wurde – vorzuziehen.

Lediglich zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren hat die Bewertungsgutachterin eine vergleichende Marktbewertung durchgeführt. Diese haben wir ebenfalls nachvollzogen und plausibilisiert. Hinsichtlich unserer Prüfungsergebnisse verweisen wir auf Abschnitt E.1.11.

#### **2.5 Börsenkurs**

Da die Aktien der BVH AG nicht an einer Börse gehandelt werden, ist es nicht möglich, eine aus dem Aktienkurs abgeleitete Marktkapitalisierung der BVH AG zu bestimmen.

#### **Zusammenfassung**

Wir erachten die Anwendung der Ertragswertmethode unter etwaiger Hinzufügung gesondert zu bewertender Vermögenswerte für angemessen, andere Bewertungsmethoden wurden wir oben dargestellt nicht angewendet.

### **3. Besondere aktuelle Schwierigkeiten bei der Bewertung**

Wir haben uns im Rahmen unserer Arbeiten zusätzlich mit der Frage beschäftigt, ob z.B. aufgrund der COVID-19-Pandemie und des Ukrainekrieges im vorliegenden Fall besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung bestanden. Wir sind zu dem Ergebnis gekommen, dass die COVID-19-Pandemie sowie der Ukrainekrieg die kurz- bis mittelfristige Geschäftsentwicklung der BVH AG durchaus beeinflussen kann. Jedoch ist derzeit keine direkte Beeinflussung der originären Tätigkeit der Unternehmensgruppe und des eigentlichen Geschäftsmodells der Vermögensverwaltung ableitbar. Auf Basis der mit dem Vorstand der BVH AG geführten Gespräche, der zur Unterlegung von Annahmen erhaltenen Unterlagen sowie unserer Plausibilisierungsarbeiten stellen wir fest, dass in der uns vorgelegten Planungsrechnung der aktuelle Kenntnisstand bezüglich der COVID-19-Pandemie und des Ukrainekrieges sachgerecht abgebildet ist. Aufgrund unserer Überprüfung der vorgenommenen Bewertungen, insbesondere der der Ertragswertermittlung zu Grunde liegenden Annahmen und Vorgehensweise und nach Durchsicht des Entwurfes des Übertragungsberichts stellen wir daher fest, dass keine besondere Schwierigkeit im Sinne der §§ 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. 293e Abs. 1 AktG bei der Bewertung der BVH AG aufgetreten ist.

## **II. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen**

Von der Angemessenheit der konkreten Berechnung und Ableitung zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung haben wir uns wie folgt überzeugt:

### **1. Ermittlung des Unternehmenswertes anhand des Ertragswertverfahrens**

Wir haben die Durchführung der Bewertung durch die Bewertungsgutachterin in allen wesentlichen Schritten, insbesondere hinsichtlich der Ableitung der geplanten ausschüttbaren Ergebnisse und der thesaurierten Wertbeiträge, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes und der Kapitalisierung auf den Bewertungsstichtag nachvollzogen und plausibilisiert. Zusätzlich haben wir die Ableitung der einbezogenen Sonderwerte nachvollzogen und die grundsätzliche Berücksichtigungsfähigkeit geprüft.

#### **1.1 Vorgehensweise**

Die Wertermittlung der Bewertungsgutachterin basiert auf einer vom Management der BVH AG erstellten Planung, bestehend aus einem Forecast für das Jahr 2022, die auf den Ist-Zahlen per 31. März 2022 basieren und einer Mittelfristplanung für die Jahre 2023 bis 2026. Die Bewertungsgutachterin hat insofern keine eigene Planung erstellt, jedoch sind geringfügige Anpassungen (Saldierungen von Aufwendungen und Erträgen im Konzernkreis) vorgenommen worden. Hinsichtlich weiterer Erläuterungen der der Bewertung zugrunde liegenden Planung und des Planungsprozesses verweisen wir auf unsere Ausführungen in Abschnitt E.II.1.6.4. Wir haben eine Plausibilisierung der wesentlichen

Planungs- und Bewertungsprämissen durchgeführt. Hierauf aufbauend haben wir die methodische Richtigkeit der Ertragswertableitung geprüft.

### 1.2 Bewertungsobjekt

Bewertungsobjekt ist die BVH AG inklusive der von ihr gehaltenen Tochtergesellschaften. Der Ertragswert der BVH AG wurde auf Basis der Planungsrechnung der BVH AG ermittelt. Da die BVH AG Beteiligungen hält, basiert die Planungsrechnung auf den konsolidierten Daten des BVH AG-Konzerns.

### 1.3 Bewertungsstichtag

Die Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung (§ 327b AktG) muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen.

Der für die Ermittlung des Unternehmenswertes maßgebliche Bewertungsstichtag ist daher der Tag der Hauptversammlung der BVH AG, an dem die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Lloyd AG zur Beschlussfassung vorgelegt wird.

Die ordentliche Hauptversammlung der BVH AG, auf der der Beschluss zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gefasst werden soll, ist für den 25. Juli 2022 geplant. Als maßgeblicher Bewertungsstichtag für die Ermittlung des Unternehmenswertes als Grundlage der Berechnung der angemessenen Barabfindung wurde daher in Einklang mit § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG der 25. Juli 2022 gewählt.

Demzufolge sind der Bewertung alle nach dem 25. Juli 2022 anfallenden Überschüsse der BVH AG (einschließlich des laufenden Jahres) zugrunde zu legen. Als technischer Bewertungsstichtag und Ausgangspunkt der Planung wurde der 31. Dezember 2021 festgelegt. Alle prognostizierten Überschüsse der einbezogenen Unternehmen wurden auf diesen technischen Bewertungsstichtag abgezinst. Der sich zum 31. Dezember 2021 ergebende Ertragswert wurde dann anschließend mit den Eigenkapitalkosten auf den zugrunde zulegenden Stichtag 25. Juli 2022 aufgezinst und der Barabfindung zugrunde gelegt. Eine Anpassung und Überprüfung der Ergebnisse mit den zum Zeitpunkt der Beschlussfassung geltenden Parameter hat daher noch zu erfolgen.

#### 1.4 Bewertungsverfahren

Die Bewertungsgutachterin hat in ihrem Gutachten ausdrücklich die in der Stellungnahme IDW S 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer niedergelegten Grundsätze der Unternehmensbewertung im Rahmen der Wertableitung gemäß den in der Wissenschaft und Rechtsprechung anerkannten Methoden zur Durchführung von Unternehmensbewertungen berücksichtigt. Im Sinne dieser Stellungnahme hat die Bewertungsgutachterin einen objektivierten Unternehmenswert in der Funktion eines neutralen Gutachters ermittelt.

Basierend auf der Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin ergibt sich der Unternehmenswert der BVH AG aus dem Ertragswert des operativen Geschäfts zuzüglich der zu berücksichtigenden Sonderwerte.

Die vorstehende Vorgehensweise zur Wertableitung ist nach unserer Auffassung sachgerecht und bildet die BVH AG angemessen in einem Bewertungsmodell ab.

Wir haben die einzelnen der Bewertung zugrunde liegenden Annahmen und Vorgehensweisen, insbesondere hinsichtlich der Ableitung eines geeigneten Kapitalisierungszinssatzes sowie der ausschüttbaren Ergebnisse und die Kapitalisierung dieser Ergebnisse auf den Bewertungsstichtag auf Plausibilität geprüft und die Bewertung methodisch und inhaltlich nachvollzogen. Wir sind überzeugt, dass die uns zur Verfügung gestellten Daten und Berechnungen sowie unsere eigenen Berechnungen eine hinreichende Grundlage für unser Prüfungsergebnis bilden.

Unsere Ergebnisse beruhen auf den uns zur Verfügung gestellten Informationen sowie auf Gesprächen sowohl mit den für die Planungsrechnung verantwortlichen Personen der BVH AG als auch mit der Bewertungsgutachterin und ihren Mitarbeitern. Auf Nachfrage wurden uns zu Einzelfragen die benötigten Detailinformationen zur Verfügung gestellt.

#### 1.5 Vergangenheitsbereinigung und pro forma Konsolidierung der BVH Gruppe

Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt die Kernaufgabe jeder Unternehmensbewertung dar. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient dabei grundsätzlich als Ausgangspunkt für die Beurteilung der Plausibilität der zukünftig geplanten Ergebnisse. Im Rahmen der Plausibilisierung der Planzahlen hat die Bewertungsgutachterin die historische Vermögen-, Finanz- und Ertragslage für die Geschäftsjahre 2019 bis 2021 analysiert und für Zwecke der Vergleichbarkeit um außerordentliche und periodenfremde Ergebniseffekte bereinigt.

Wir haben die vorgenommenen Bereinigungen der Vergangenheitsergebnisse überprüft und im Rahmen unserer Bewertungsgespräche mit der Bewertungsgutachterin diskutiert. Die sich daraus ergebende bereinigte Ertragslage haben wir ebenfalls als Ausgangspunkt für unsere Plausibilisierung der zukünftigen Planung herangezogen. Dabei haben uns während unserer Arbeiten auch verschiedene

Entwurfss Fassungen der Bewertung vorgelegen. Unsere Anmerkungen zu einzelnen Sachverhaltsfragen oder Darstellungen wurden dabei bis zum Abschluss des Bewertungsgutachtens berücksichtigt.

Als Ausgangspunkt der Analyse der historischen Vermögens-, Finanz- und Ertragslage dienten die nach den Vorschriften des Handelsgesetzbuches (HGB) geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlüsse der Bayerische Vermögen AG (kurz „BVAG“) für die Geschäftsjahre seit 2019 und 2020 (Vorgängerkonzern). Aufgrund der strukturellen Veränderungen des BVAG Konzerns 2019 hat die Gutachterin pro forma sogenannte Like-for-Like (kurz „LfL“) Anpassungen vorgenommen, um eine geeignete Vergleichsbasis ab dem Geschäftsjahr 2019 herzustellen. Dabei wurde insbesondere eine pro forma Konsolidierung derjenigen Gesellschaften vorgenommen, die den BVAG Konzern im Geschäftsjahr 2020 bildeten.

Der BVAG Konzern wurde im Jahr 2021 durch die Übertragung der BVH AG -Aktien auf die Aktionäre der BVAG aufgelöst. Für das Geschäftsjahr 2021 liegt daher kein BVAG Konzernabschluss mehr vor. Ebenso wurde kein Konzernabschluss für die BVH AG für das Geschäftsjahr 2021 erstellt. Die Bewertungsgutachterin hat daher auf Grundlage von Informationen und Unterlagen der BVH AG einen pro forma Konzernabschluss der BVH AG für das Geschäftsjahr 2021 abgeleitet. Ausgangsbasis hierfür bildeten die Einzelabschlüsse der BVH AG, BVG, MFI und MC, wobei die Einzelabschlüsse der BVG und MFI auskunftsgemäß geprüft sind. Den Konzernabschluss hat die Bewertungsgutachterin LfL um die Standorte Trostberg, Frammersbach und Holzkirchen angepasst, die im Geschäftsjahr 2021 noch bei der BVAG angesiedelt waren und zwischenzeitlich, per 1. Januar 2022, auf die BVH AG übergegangen sind. Die einbezogenen Jahresabschlüsse haben uns vorgelegen, wir haben die sachgerechte Aufnahme in den Pro-forma Konzernabschluss geprüft und haben dazu und zu der Erstellung des Pro forma Konzernabschlusses keine Anmerkungen.

Im Rahmen der LfL Anpassungen hat die Bewertungsgutachterin die im Zusammenhang mit der Transaktionshistorie im Rahmen der jeweiligen Kaufpreisallokation auf Konzernebene der BVAG entstandenen Geschäfts- und Firmenwerte sowie Kundenbeziehungen (Kundenstamm) und die daraus resultierenden Abschreibungseffekte eliminiert, da diese auch in der Planung keine Berücksichtigung finden. Dies halten wir für sachgerecht, da diese Abschreibungen steuerlich nicht nutzbar sind und lediglich im Konzernabschluss entstehen.

Darüber hinaus hat die Bewertungsgutachterin, um eine Vergleichbarkeit der Vergangenheitsergebnisse mit den Planzahlen der Unternehmensprognose zu erreichen, die historische Ertragslage um Einmal- und Sondereffekte sowie periodenfremde Ergebniseffekte (sogenannte Quality of Earnings = „QoE“) bereinigt.

Für das Geschäftsjahr 2019 hat die Bewertungsgutachterin eine pro forma Konsolidierung derjenigen Gesellschaften vorgenommen, die auch den BVAG Konzern des Geschäftsjahres 2020 bilden. Aus diesem Grund wurde die MC als vollkonsolidierte Gesellschaft berücksichtigt, die im geprüften Konzernabschluss des Jahres 2019 noch nach der At-Equity-Methode bilanziert war. Darüber hinaus wurden die Ergebnisbeiträge der Aurecon eliminiert, die zwischenzeitlich veräußert wurde. Ferner hat die Bewertungsgutachterin im Rahmen der LfL Anpassungen Abschreibungen auf Geschäfts- oder

Lloyd Fonds AG, Hamburg

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre

Firmenwerte sowie Kundenbeziehungen in den Geschäftsjahren 2019 und 2020 eliminiert. Dies entspricht auch der Vorgehensweise im pro forma Konzernabschluss 2021.

Die Bewertungsgutachterin hat in 2021 eine pro forma Konsolidierung der Gesellschaften der BVH AG 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 wurden, sind die Ergebnisbeiträge dieser Standorte im Sinne der LfL Betrachtung zusätzlich zu berücksichtigen. Außerdem wurde der im Geschäftsjahr 2021 bei der BVAG verbuchte Personalaufwand für Mitarbeiter im Bereich Zentraldienstleistungen berücksichtigt, da diese Mitarbeiter in der Zwischenzeit auf die BVH AG übergegangen sind.

Ferner hat die Bewertungsgutachterin in allen Perioden Bereinigungen um Einmal- und Sondereffekte sowie periodenfremde Ergebniseffekte vorgenommen.

Es ergeben sich für die Geschäftsjahre 2019 bis 2021 nachfolgende Bereinigungen:

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
<b>Like-for-Like Anpassungen</b>			
Zeitanteiliger Ergebnisbeitrag (12/2019)	(23)		
Pro forma Ergebnisbeitrag (Gesamtjahr 2019)	54		
PPA Abschreibungen (2019 zeitanteilig)	0	8	
<b>BVG</b>	<b>32</b>	<b>8</b>	<b>-</b>
PPA Abschreibungen	158	158	
<b>MFI</b>	<b>158</b>	<b>158</b>	<b>-</b>
At-Equity Beteiligungsertrag (49.0% Anteile)	(38)		
Pro forma Ergebnisbeitrag (100% Anteile)	251		
PPA Abschreibungen		212	
<b>MC</b>	<b>212</b>	<b>212</b>	<b>-</b>
Zeitanteiliger Ergebnisbeitrag Filiale Altötting (DB 2)	(98)		
<b>Filiale Altötting</b>	<b>(98)</b>		
Zeitanteiliger Ergebnisbeitrag (bis 08/2019)	5		
Zeitanteilige PPA Abschreibungen (bis 08/2019)	3		
<b>Aurecon</b>	<b>8</b>		
Ergebnisbeitrag Trostberg (DB 2)			94
Ergebnisbeitrag Holzkirchen (DB 2)			158
Ergebnisbeitrag Frammersbach (DB 2)			136
Personalaufwand Zentraldienstleistungen			(399)
<b>Ergebnisbeitrag Standorte abzgl. Zentraldienstleistungen</b>			<b>(11)</b>
<b>LfL Anpassungen gesamt</b>	<b>312</b>	<b>377</b>	<b>(11)</b>
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit (LfL adj.)</b>	<b>834</b>	<b>1.123</b>	<b>3.036</b>
<b>Einmal- und Sondereffekte (QoE)</b>			
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
<b>Einmal- und Sondereffekte gesamt</b>	<b>203</b>	<b>(30)</b>	<b>85</b>
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit (LfL und QoE adj.)</b>	<b>1.037</b>	<b>1.093</b>	<b>3.121</b>

\*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

Quelle: Gutachten PwC S. 30

Die vorgenommenen Bereinigungen haben wir mit der Bewertungsgutachterin besprochen und erachten diese als zutreffend und abschließend.

Aus der pro forma Konsolidierung ergibt sich bei den einbezogenen Unternehmen eine Gesamtliquidität von TEUR 5.259. Im Rahmen der Analyse der Zahlungsmittelverfügbarkeit wurde ein Teilbetrag von TEUR 750 als für die Begleichung der ausstehenden Steuerverbindlichkeiten notwendig erachtet und weiterer Teilbetrag in Höhe von TEUR 1.500 als für die Aufrechterhaltung des operativen Geschäftsbetriebs erkannt. Diese dienen im Wesentlichen zur Begleichung der kurzfristigen Verbindlichkeiten des laufenden Geschäfts. Wir haben uns von der Angemessenheit der Beträge überzeugt. Insofern ergibt sich eine freie Liquidität in Höhe von ca. TEUR 3.000, die nach den obigen Feststellungen für Ausschüttungszwecke frei verfügbar ist. Dieses sogenannte nicht betriebsnotwendige Vermögen wurde als frei verfügbare und ausschüttungsfähige Liquidität zum ermittelten Ertragswert hinzugerechnet und erhöht damit den Unternehmenswert der BVH AG Gruppe, vgl. Abschnitt E.II.1.8. Wir erachten die Berücksichtigung dieses nicht betriebsnotwendigen Vermögenswert für angemessen.

Wir weisen darauf hin, dass der unter Abschnitt E.II.1.9 ausgewiesene Sonderwert, der aus dem anstehenden Erwerb der SAM resultiert, eine anfängliche Auszahlung in Höhe von TEUR 2.810 erfordert. Die freie Liquidität soll zu großen Teilen dafür eingesetzt werden.

## 1.6 Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

### 1.6.1 Markt- und Wettbewerbsumfeld

#### a) Marktabgrenzung

Die BVH Gruppe verwaltet und berät private und institutionelle Anleger, überwiegend mit Sitz in Deutschland und, mit Fokus auf die Anlageklassen Aktien, Renten und Fonds, wobei es sich bei den Fonds im Wesentlichen um Aktien, Rentenfonds und Mischfonds handelt. Der deutsche Markt für Vermögensverwaltung mit Bezug auf die Anlageklassen Aktien, Renten und Fonds ist damit der relevante Markt der BVH AG Gruppe.

#### b) Gesamtwirtschaftliche Entwicklung

Als Indikatoren für die Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung können die Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts (kurz: „BIP“) sowie die Inflation herangezogen werden.

Lloyd Fonds AG, Hamburg

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre**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)

Quelle: Gutachten PwC S.18

Bedingt durch den Ausbruch der Corona Pandemie war das Jahr 2020 weltweit durch eine Schrumpfung der Wirtschaftsleistung bei niedrigen bis negativen Inflationsraten geprägt.

Eine deutliche Erholung der Wirtschaftsleistung vom pandemiebedingten Einbruch, bei gleichzeitigem Anstieg der Inflationsraten, vollzog sich in 2021, wobei die Wachstumsrate des realen BIP in Deutschland hinter dem internationalen Vergleich zurückblieb. Erst ab 2023 rechnen Prognosen mit einer deutlichen Entspannung der Teuerungsraten.

Prognosen gehen davon aus, dass sich die Wachstumsrate der Wirtschaftsleistung in Deutschland auf etwa 1,2% reduziert und sich die Inflationsrate bei etwa 2,0% einpendeln wird. Wir weisen auf unsere Darstellung in Abschnitt E.I.3. zu besonderen aktuellen Schwierigkeiten in Bezug auf Pandemie, Zins und Inflation sowie Ukrainekrieg hin. Vor diesem Hintergrund erscheint eine eigene oder abweichende Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung derzeit nicht möglich.

## c) Markt für Vermögensverwaltung in Deutschland

Der deutsche Markt für Vermögensverwaltung umfasst viele kleinere unabhängige Vermögensverwalter, Banken und Versicherungen. Dabei ist ein großer Teil nicht eindeutig der Betreuung von institutionellen Kunden oder Privatkunden zuzuordnen.

Nachfolgend werden die Top Ten der deutschen Vermögensverwalter im Bereich der institutionellen und privaten Kunden dargestellt. Das jährliche Ranking wurde vom „Institutional Money – Das

Fachmagazin für institutionelle Investoren“ basierend auf deren AuM per Dezember 2020 in 2021 veröffentlicht.

### 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

Quelle: Gutachten PwC S. 19

Die MFI belegt im Ranking, sortiert nach deutschen Vermögensverwaltern im Bereich der institutionellen Kunden AuM von bis zu zehn Milliarden Euro, mit AuM von ca. 1,3 Mrd. per Dezember 2020, Rang 38.

Bei den deutschen Vermögensverwaltern im Bereich Privatkunden AuM bis zu zehn Milliarden Euro ist die BVG aufgrund ihrer Größe im ursprünglichen Ranking nicht enthalten. Die Bewertungsgutachterin hat sie zu Zwecken der Vergleichbarkeit anhand der verwalteten AuM per Dezember 2020 an entsprechender Stelle eingeordnet und läge nach Schätzung der Bewertungsgutachterin auf Rang 38. Eine Überprüfung dieses Rankings haben wir nicht vorgenommen, es hatte auf unsere Prüfungsarbeiten auch keine Auswirkung.

### 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

Quelle: Gutachten PwC S. 20

#### d) Fondsmarkt in Deutschland

Zum 31. Dezember 2021 teilt sich der deutsche Fondsmarkt mit einem insgesamt verwalteten Vermögen in Höhe von 4.334 Mrd. EUR nach Angaben des BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. auf in Spezialfonds (AuM 2.188 Mrd. EUR), Publikumsfonds (AuM 1.471 Mrd. EUR), freie Mandate (AuM 634 Mrd. EUR) und geschlossene Fonds (AuM 41 Mrd. EUR). Publikumsfonds stehen jedem Anleger offen, während in Spezialfonds nur institutionelle Anleger investieren. Freie Mandate stellen Verwaltungsmandate außerhalb der klassischen Investmentfonds dar.

In den vergangenen zehn Jahren seit 2011 hat sich das Fondsvolumen der deutschen Fonds von 1.783 Mrd. EUR auf 4.334 Mrd. EUR erhöht. Durchschnittlich ist der Fondsmarkt im Zeitraum von 2011 bis 2021 daher um jährlich 9,88% gewachsen.

Lloyd Fonds AG, Hamburg

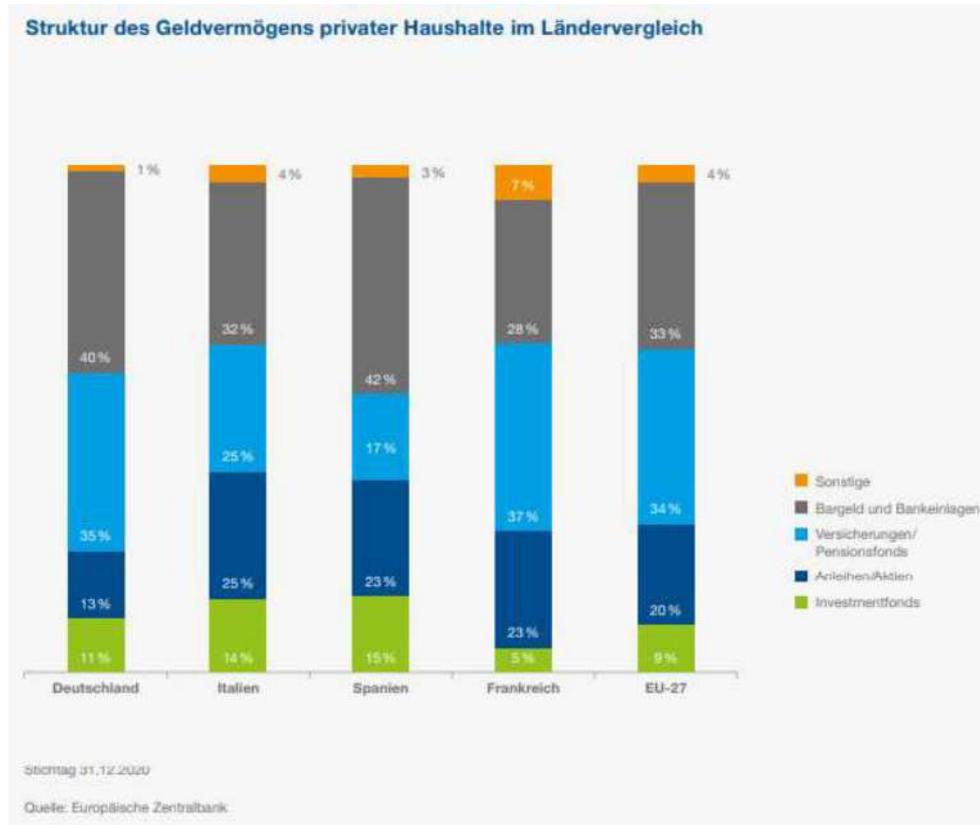
Bericht über die Prüfung der Angemessenheit einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre


Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.



Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.

Lloyd Fonds AG, Hamburg

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre

Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.

Bezüglich einer umfassenden Darstellung des Fondsmarktes verweisen wir auf Ausführungen der Bewertungsgutachterin in den Tz. 63-75. Den dort getroffenen Feststellungen der verschiedenen Marktsegmente können wir folgen, eine eigene Recherche, insbesondere beim BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. hat keine abweichenden Darstellungen ergeben. Das gilt entsprechend für die Zukunftserwartungen zur Entwicklung des Anleger- und Investitionsverhaltens. Danach stimmen wir mit der Bewertungsgutachterin überein, dass aktuelle Entwicklungen ein zunehmendes Interesse an privater Altersvorsorge zeigen, wobei sich das Marktpotential auch auf die private Vorsorge in kapitalmarktorientierten Titeln und Anlagemöglichkeiten erstreckt.

### 1.6.2 Zugrunde liegende Planung und Planungsprozess

Für das Bewertungsobjekt wurde nach den Grundsätzen des IDW S1 – wie vorstehend beschrieben – von einer unbegrenzten Lebensdauer ausgegangen. Da für einen unendlichen Zeitraum eine

dezidierte Planung nicht verlässlich ableitbar ist, wurde - wie allgemein bei Unternehmensbewertungen üblich – zwischen einer Detailplanungsphase sowie der Phase der ewigen Rente unterschieden.

Im Mai und Juni 2022 hat das Management der BVH AG eine Unternehmensplanung in Form einer Konzernplanung für die BVH AG Gruppe erstellt. Bei der vorliegenden Planung handelt es sich um die vom Vorstand der BVH AG erstellte und finale Unternehmensplanung.

Methodisch hat sich das Management der BVH AG dabei am Planungsprozess und an der Planungslogik des Lloyd Fonds Konzerns orientiert.

Die Planungsrechnung wurde unter Berücksichtigung des Jahresergebnisses 2021 und auf der Basis der Quartalszahlen des ersten Quartals des laufenden Geschäftsjahres 2022 erstellt. Der Detailplanungszeitraum umfasst im Folgenden fünf Planjahre von 2022 bis 2026, wobei das erste Planjahr 2022 als Forecast, basierend auf den Ist-Zahlen der Monate Januar bis März 2022 und einer Planung für die folgenden neun Monate erstellt wurde.

Die Bewertungsgutachterin hat in ihrem Bericht den Planungsprozess zutreffend dargestellt. Wir haben uns durch Gespräche mit dem Vorstand der BVH AG von der Richtigkeit der Darstellung überzeugt.

Die Planung der BVH AG erfolgt auf stand-alone Basis. Unechte Synergien zwischen der BVH AG und Lloyd AG wurden im Rahmen der Gespräche mit dem Vorstand nicht identifiziert und bestehen auskunftsgemäß auch nicht. Synergieeffekte, die nur im Rahmen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von der Gesellschaft auf die Hauptaktionäre entstehen, sind bei der Ermittlung des Ertragswertes grundsätzlich nicht anzusetzen.

### 1.6.3 Planungsbeurteilung und -Plausibilisierung

Wir haben die Beurteilung der Planungsrechnung auf Basis des vom Institut für Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (kurz: "IDW") veröffentlichten Praxishinweises: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierung, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017) vorgenommen.

Entsprechend Tz. 14 des IDW Praxishinweises 2/2017 soll die Plausibilisierung die folgenden Plausibilitätsmaßstäbe abdecken:

- Rechnerische und formelle Plausibilität,
- Materielle interne Plausibilität der Planung hinsichtlich der Erläuterungen des Managements bezüglich der Ist-Entwicklung und den Unternehmenspotenzialen,
- Materielle externe Plausibilität der Planung hinsichtlich des Markt- und Wettbewerbsumfelds.

Vor diesem Hintergrund haben wir zur Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnung der BVH AG die Planungsrechnung für die Jahre 2022 bis 2026 vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse, der aktuellen und wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen sowie des Marktumfeldes analysiert. Hierzu haben wir in einem ersten Schritt die uns zur Verfügung gestellten Unterlagen untersucht. Anschließend haben wir mit den Planungsverantwortlichen seitens der BVH AG sowie der Bewertungsgutachterin vertiefende Plausibilisierungsgespräche geführt. Bei Nachfragen wurden uns vom Vorstand der BVH AG und der Bewertungsgutachterin bereitwillig zusätzliche Informationen und Dokumente zur Verfügung gestellt sowie mündliche Auskünfte erteilt.

Darüber hinaus haben wir die Planungsrechnung anhand der uns von der BVH AG und der Bewertungsgutachterin zur Verfügung gestellten Marktdaten sowie auf Basis zusätzlicher eigener Marktrecherchen plausibilisiert.

#### 1.6.4 Geplante Ergebnisse

Die Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen der BVH AG für die Geschäftsjahre 2022 bis 2026 - gegenüber dem pro forma konsolidierten Geschäftsjahr 2021 - sind in der nachfolgenden Tabelle dargestellt:

<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b> <b>Ist-Zahlen LfL und QoE adj.</b> <b>€ in Tsd.</b>	<b>BVH</b> <b>Konzern</b> <b>2021</b>	<b>FC</b> <b>2022</b>	<b>Plan</b> <b>2023</b>	<b>Plan</b> <b>2024</b>	<b>Plan</b> <b>2025</b>	<b>Plan</b> <b>2026</b>	<b>CAGR</b> <b>21-26</b>
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%
<b>Gesamterträge</b>	<b>9.268</b>	<b>8.688</b>	<b>9.690</b>	<b>10.509</b>	<b>11.334</b>	<b>12.200</b>	<b>5,7%</b>
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	-	-	-	-	-	-	-
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>	<b>3.121</b>	<b>2.050</b>	<b>2.233</b>	<b>2.669</b>	<b>3.102</b>	<b>3.020</b>	<b>4,1%</b>
<b>Ergebnismarge (in % der Gesamterträge)</b>	<b>33,7%</b>	<b>23,7%</b>	<b>23,0%</b>	<b>25,4%</b>	<b>28,1%</b>	<b>31,3%</b>	
<b>Durchschnittliche Assets under Management</b>							
Vermögensverwaltung (BVG)	793.356	831.159	896.419	971.278	1.050.247	1.133.554	
Fonds (MF)	1.672.061	1.727.627	1.868.414	2.020.816	2.179.418	2.344.473	
<b>Summe</b>	<b>2.465.418</b>	<b>2.558.786</b>	<b>2.764.834</b>	<b>2.992.094</b>	<b>3.229.666</b>	<b>3.478.028</b>	
<b>in % der Assets under Management</b>							
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%	
<b>Summe</b>	<b>0,25%</b>	<b>0,26%</b>	<b>0,27%</b>	<b>0,26%</b>	<b>0,25%</b>	<b>0,24%</b>	

Quelle: Planungsrechnung des Managements der BVH; PwC Analyse

Im Folgenden werden die Annahmen und Prämissen der Planung zusammenfassend dargestellt und unsere Prüfungshandlungen bezüglich der daraus resultierenden Plan-Ergebnisse erläutert. Wir verweisen neben dieser Zusammenfassung auf die ausführliche Darstellung der Bewertungsgutachterin auf den Seiten 35-48 des Gutachtens (Anlage 3).

Zielgröße und der Ausgangspunkt der Planung der ausschüttungsfähigen Überschüsse ist das Ergebnis vor Zinsen und Steuern („EBIT“). Dieses wurde separat für den sogenannten Detailplanungszeitraum von 2022 – 2026 und für die sogenannte ewige Rente (auch eingeschwungener Zustand genannt) ermittelt. Die Planung erfolgt sachgerecht unter Berücksichtigung von Unternehmenssteuern.

Die Planungsmethode wurde aussagegemäß auf die Planungssystematik der Lloyd AG angepasst. Wir haben dazu keine Prüfungshandlungen durchführen können, da uns separate Planungen der Lloyd AG nicht vorgelegen haben.

Grundsätzlich stützt sich die Planung und die Ermittlung der ausschüttungsfähigen Erlöse auf die Zielgröße AuM, die sowohl für die Ermittlung der Erlöse als auch der zukünftigen Aufwendungen als wertbestimmend angesehen wird.

#### a) Erträge in Abhängigkeit von AuM

Die Erträge sowohl der BVG als auch der MFI in ihrer Tätigkeit als Vermögensverwalter werden im Wesentlichen in Abhängigkeit von den im jeweiligen Planungszeitraum verwalteten AuM geplant. Sie bestehen aus fixen und variablen Gebühren, die mit Hilfe eines durchschnittlichen Prozentsatzes auf das verwaltete Vermögen kalkuliert werden. Die Prozentsätze sind dabei aus der Vergangenheitsanalyse der BVH AG Gruppe abgeleitet und anschließend durch Branchenvergleiche plausibilisiert. Die während des gesamten Planungszeitraum als kontant angenommenen fixen Gebühren betragen für die BVG Mandate 0,48% p.a., und für die MFI Mandate 0,2 % p.a., bezogen auf die durchschnittlich verwalteten AuM. Dies entspricht den Erlösen des letzten Geschäftsjahres 2021. Wir halten diesen Ansatz zukunftsbezogenen für vertretbar, da die Mandatsvereinbarungen diese Erlösstruktur widerspiegeln. Zusätzlich werden variable Gebühren erzielt, die im Wesentlichen abhängig von der sogenannten Performance-Gebühren sind.

Bei der MC fallen lediglich fixen Gebühren an, da nur Beratungsleistungen erbracht und keine eigenen AuM verwaltet werden.

## b) Annahme stetiger Nettozuflüsse

Grundsätzlich geht das Management der BVH AG davon aus, dass es zu jährlichen Nettomittelzuflüssen in die verwalteten AuM kommen wird. Nettomittelzuflüsse sind dabei die saldierte Größe von Einzahlungen und Auszahlungen in die verschiedenen Fonds in einem Planungsabschnitt. Kleinsten Planungszeitraum ist dabei jeweils ein Monat. Vereinfachend wird dabei unterstellt, dass die Nettomittelzuflüsse über den gesamten Planungszeitraum konstant bleiben, sie betragen jährlich EUR 25 Mio. für die BVG und EUR 75 Mio. für die MFI. Diese Zuwachsraten entsprechen einer jährlichen Zuwachsrate von durchschnittlich 2,6% für die BVH sowie 3,7 % für die MFI. Zur Plausibilisierung wurden durch die Bewertungsgutachterin aus den Daten des BVI ein sogenanntes Vergleichsportfolio ermittelt und die Zuwachsraten für die letzten 10 bzw. 20 Jahre ermittelt. Sie betragen dabei für das BVG-Vergleichsportfolio für die letzten 20 Jahre durchschnittlich 2,2%, für die letzten 10 Jahre 3,0 %. Ähnliches ist für das MFI-Vergleichsportfolio abzulesen, dort beträgt die Zuwachsrate der letzten 20 Jahre 2,5 %, die der letzten 10 Jahre 3,5 %. Insgesamt lässt sich aus der Zunahme der Durchschnitte eine Steigerung der Zuwachsrate in der jüngeren Vergangenheit ablesen. Dies wird auch durch den Gesamtbranchenvergleich plausibilisierbar, wonach der Gesamtmarkt insgesamt um bis zu 9,8% p.a. gewachsen ist (siehe Abschnitt II.1.6.1.d.). Im Branchenvergleich liegt die BVH damit leicht unter dem langjährigen Durchschnitt, die MFI leicht oberhalb des Durchschnittes. Diese Planannahmen sind aufgrund ihrer grundsätzlichen Nachvollziehbarkeit als vertretbar erachtet worden.

Die Annahme stetiger Zuflüsse ist insofern belegbar, die Annahme im Zeitablauf jährlich konstanter Zuflüsse ist dabei eine Vereinfachung, die wir ebenfalls für vertretbar halten. Wir weisen jedoch darauf hin, dass wir die Planannahmen für durchaus ambitioniert halten und eine durchgehend positive Geschäftsentwicklung unterstellen.

## c) Schätzung von Rendite für Performance Gebühren und Wertänderung der AuM

Neben den Nettomittelzuflüssen bestimmt auch die angenommene jährliche Rendite die Wertentwicklung der AuM. Zu diesem Zweck wurde auch die in der Vergangenheit beobachtete Rendite der o.g. Vergleichsportfolios ermittelt. Sie beträgt für das BVG-Vergleichsportfolio zwischen +2,0% und +8,1% während der letzten zehn Jahre. Für das MFI-Vergleichsportfolio betragen die Renditen zwischen -1,1% und +7,2% in den letzten zehn Jahren. Aus einer einfachen Durchschnittsbetrachtung ergibt sich für das BVG-Vergleichsportfolio eine Rendite von 7% p.a., für das MFI-Vergleichsportfolio 5,8% p.a. In der Planung wurde für beide Portfolios konstante Renditen von 6% p.a. unterstellt, was innerhalb der historischen Gesamt-Bandbreite eine zulässige Größe und Vereinfachung darstellt.

Zusätzlich zu den fixen Gebühren, die bezogen auf die gesamten AuM geplant werden, werden auch variable, sogenannte Performance Gebühren geplant. Sie sind in der Gesamtplanung allerdings deutlich weniger wertbestimmend. Diese Gebühren sind grundsätzlich stark abhängig vom Erreichen neuer Höchststände der Wertentwicklungen, sie sind daher zwar in der Planung vorhanden, da die

geplanten positiven jährlichen Renditen solche Höchststände grundsätzlich ermöglichen. Da das Erreichen der Performance Gebühren aber auch von sogenannten Hurdle oder Water-high-mark Restriktionen abhängig ist und die Renditen in der Realwirtschaft auch während einer Zwischenperiode negativ sein können, erfolgt die Berücksichtigung nur auf Basis der Erfahrungswerte der Vergangenheit. Wir halten diese Begrenzung für angemessen.

#### d) Gesamtentwicklung AuM

Aus den dargestellten geplanten Nettomittelzuflüssen, den geplanten Renditen und unter Berücksichtigung der verdienten Gebühren wird in der Planung die Wertentwicklung der AuM abgeleitet. Dabei wird, unserer Meinung nach zulässig, vereinfacht jeweils der Durchschnitt der einzelnen monatlichen Planwerte für ein Geschäftsjahr als Basis herangezogen. Insgesamt erachten wir die geplante stetige Zunahme der AuM für möglich, die Zunahme insbesondere im Detailplanungszeitraum ist als deutlich optimistisch zu bezeichnen. Es ist daher auch darauf hinzuweisen, dass in Ansehung dieser optimistischen Planung die Erträge der ewigen Rente daher nicht in Höhe des letzten Planjahres, und damit auf dem sehr hohen Niveau, sondern als Durchschnitt des gesamten Detailplanungszeitraumes angesetzt werden. Dies entspricht einer üblichen Vorgehensweise und wird von uns daher ebenso für vertretbar gehalten.

#### e) Weitere Planungsparameter

Die sonstigen betrieblichen Erträge werden ausgehend von der Ist-Zahlen des Jahres 2022 (Monate Januar bis März) mit einem Wachstum von 5% p.a. geplant.

Die Personalkosten steigen im Planungszeitraum um durchschnittlich 5,7% p.a., dies ist entsprechend der geplanten Umsatz- und Geschäftsausweitung auch plausibel. Dabei sind insbesondere die Einstellung neuer Mitarbeiter, steigende Provisionen der Mitarbeiter und eine laufende jährliche Gehaltsanpassung der bestehenden Mitarbeiter von 2,5% p.a. geplant.

Die Planung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen für das Jahr 2022 entspricht dem Durchschnitt der Geschäftsjahre 2020 und 2021 (nach Bereinigung), danach wird eine jährliche Wachstumsrat, die sich unterproportional zum Wachstum der Erträge entwickelt, unterstellt, da es sich teilweise um Fixkosten handelt, die nicht an die Umsatzentwicklung gekoppelt sind.

Die geplanten Abschreibungen entsprechen der geplanten Reinvestitionsrate und sind vom Umfang her von untergeordneter Bedeutung, im Wesentlichen aufgrund der sehr geringen Anlagenintensität.

Die BVH AG Gruppe ist bisher vollständig eigenmittelfinanziert und weist daher keine Finanzaufwendungen aus. Da auch zukünftig keine Aufnahme von Fremdkapital geplant ist, entfällt die Berücksichtigung von Finanzaufwendungen.

#### f) Plausibilisierung der Gesamtaufwandsquote in Abhängigkeit von AuM

Für die weitere Ableitung zukünftiger ausschüttungsfähiger Überschüsse werden die in der Planung separat ermittelten und einzeln hergeleiteten Aufwendungen im Rahmen eines Vergleiches von Personalaufwand und sonstigen betrieblichen Aufwendungen (sogenannte allgemeine Verwaltungsaufwendungen gemäß RechKredV) mit einer Peer Group plausibilisiert. Dabei wurde auf die im Rahmen der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes (vgl. Abschnitt E.I.1.7.1) herangezogenen Vergleichsunternehmen (Peer Group) abgestellt. Zusätzlich sind die Vergleichszahlen zweier nicht börsen gelisteter, aber vergleichbarer deutschen Branchen- Unternehmen herangezogen worden.

Die dabei insgesamt beobachteten Verwaltungsaufwendungen der Jahre 2015 bis 2021 der Peer Group liegen zwischen 0,04% und 0,32% der jeweiligen AuM. Die Verwaltungsaufwendungen der BVH AG sind im Vergleich dazu von 0,31% (2019) auf 0,25% (2021) gesunken, was im Wesentlichen mit Effizienzgewinnen begründet ist. Für die zukünftige Planung wurde daher davon ausgegangen, dass sich die Quote im Bereich von 0,25% bewegt. Diese Annahme halten wir ebenfalls für vertretbar. Eine geringere Quote dürfte daher auch nicht ansetzbar sein, da die Verwaltungsaufwendungen auch die MC einbeziehen, während als Basis für die prozentuale Ermittlung nur die AuM der BVG und der MFI rechnerisch erfasst werden.

#### g) Gesamtwürdigung

Wir haben die vorliegende Planung der BVH anhand der uns vorgelegten Nachweise und Erläuterungen überprüft. Dabei ist festzuhalten, dass in der Planung eine durchaus optimistische Annahme bezüglich der stetigen Steigerung der zugrunde gelegten AuM vertreten wird. Bezüglich der Planung der Aufwandspositionen halten wir die Annahmen insgesamt für realistisch und vertretbar.

Wir halten die Erreichung der dargestellten Annahmen für möglich, wobei der relativ starke Anstieg der Nettoausschüttungen im Detailplanungszeitraum durch die Anpassung der ewigen Rente auf den Durchschnittswert der Detailplanungsphase abgeschwächt wird. Der Anteil der Summe der Barwerte im Detailplanungszeitraum beträgt insgesamt TEUR 5.403 (entsprechend 29,14%) und der Barwert der ewigen Rente insgesamt TEUR 13.139 (entsprechend 70,86%). Das nachhaltig erzielbare Ergebnis halten wir daher für erreichbar.

### 1.6.5 Unternehmenssteuern

Bei der Wertermittlung wurden die Überschüsse um die auf der Unternehmensebene anfallende definitive Steuerbelastung gekürzt. Dabei wurden für die in Deutschland anfallenden Unternehmenssteuern grundsätzlich die Gewerbesteuer und die Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag sachgerecht berücksichtigt. Die Gewerbesteuer wurde von der Bewertungsgutachterin auf Basis des Gewerbesteuerhebesatzes von München in Höhe von 490% berücksichtigt. Der zugrundeliegende Unternehmenssteuersatz beträgt rund 33,0%. Die Bewertungsgutachterin hat die bestehenden steuerlichen Verlustvorträge der BVH AG bei der Bemessung des Steueraufwands im Geschäftsjahr 2022 berücksichtigt.

Das von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehen bei Berücksichtigung der Unternehmenssteuer ist insgesamt nachvollziehbar und führt zu plausiblen Ergebnissen.

### 1.6.6 Erwartete Nettoausschüttungen unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern

Für die Detailplanungsphase 2022 bis 2026 hat die Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote von 100% angenommen. Für die ewige Rente wurde von der Bewertungsgutachterin eine marktübliche Ausschüttungsquote von 50% unterstellt und die Thesaurierungen fiktiv den Anteilseignern zugerechnet. Dies orientiert sich an historisch beobachtbaren Ausschüttungsquoten deutscher Unternehmen.

Für die Wertbeiträge aus Ausschüttungen hat die Bewertungsgutachterin die persönlichen Steuern zutreffend unter Berücksichtigung der Abgeltungssteuer berechnet. Für die Abgeltungssteuern wurde ein Steuersatz in Höhe von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt (insgesamt 26,375%).

Die als Wertbeiträge aus Thesaurierungen zugerechneten Beträge wurden mit einer effektiven Abgeltungssteuer belastet, die typisierend unter Berücksichtigung einer langen Haltedauer in Höhe von 12,5% (hälftiger nomineller Steuersatz) zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt (insgesamt 13,2 %) wurde.

Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektiverer 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. Entsprechend der Empfehlung des IDW ist die Bewertungsgutachterin bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern von den Verhältnissen einer inländischen, natürlichen, unbeschränkten steuerpflichtigen Person als Anteilseigner ausgegangen. In Übereinstimmung mit dem seit dem Jahr 2009 geltenden

Abgeltungssteuersystem wurde die persönliche Steuer auf Ausschüttungen mit 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Der Besteuerung eines im Zeitablauf entstehenden Wertzuwachses wurde von der Bewertungsgutachterin sachgerecht durch die Berücksichtigung einer jährlichen effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung von 12,5% zuzüglich Solidaritätszuschlag Rechnung getragen.

Die beschriebene Vorgehensweise zur Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse erachten wir als sachgerecht. Von der rechnerischen Richtigkeit haben wir uns überzeugt.

### 1.6.7 Zu kapitalisierende Ergebnisse

Die Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse unter Berücksichtigung der Berechnung der Ertragsteuern auf die Ausschüttung sowie der unmittelbaren Zurechnung der thesaurierten Mittel beim Anteilseigner haben wir rechnerisch nachvollzogen. Es ergeben sich folgende zu kapitalisierende Ergebnisse:

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)
<b>Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)</b>	<b>2.058</b>	<b>2.233</b>	<b>2.669</b>	<b>3.182</b>	<b>3.820</b>	<b>2.663</b>
Zinsergebnis	-	-	-	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>2.058</b>	<b>2.233</b>	<b>2.669</b>	<b>3.182</b>	<b>3.820</b>	<b>2.663</b>
Unternehmenssteuern	(577)	(736)	(880)	(1.049)	(1.260)	(878)
<b>Ergebnis nach Unternehmenssteuern</b>	<b>1.482</b>	<b>1.496</b>	<b>1.789</b>	<b>2.132</b>	<b>2.560</b>	<b>1.785</b>
Thesaurierung	-	-	-	-	-	(892)
<b>Ausschüttung</b>	<b>1.482</b>	<b>1.496</b>	<b>1.789</b>	<b>2.132</b>	<b>2.560</b>	<b>892</b>
Persönliche Ertragsteuern	(391)	(395)	(472)	(562)	(675)	(235)
<b>Ausschüttung (Nach ESt)</b>	<b>1.091</b>	<b>1.102</b>	<b>1.317</b>	<b>1.570</b>	<b>1.885</b>	<b>657</b>
Fiktive Zurechnung von Thesaurierung	-	-	-	-	-	892
Persönliche Ertragsteuer auf fiktive Zurechnung	-	-	-	-	-	(118)
<b>Zu diskontierende Nettoausschüttung</b>	<b>1.091</b>	<b>1.102</b>	<b>1.317</b>	<b>1.570</b>	<b>1.885</b>	<b>1.432</b>

Quelle: PwC Analyse auf Basis der Management Planung

Quelle: Gutachten PwC S. 49

### 1.7 Kapitalisierungszinssatz

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 die nächstbeste

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. Der Kapitalisierungszinssatz ist zudem, analog zur Vorgehensweise bei der Bestimmung der ausschüttbaren Ergebnisse, um persönliche Ertragsteuern zu vermindern und ebenfalls nach Kürzung um persönliche Ertragsteuern anzusetzen.

Der Kapitalisierungszinssatz reflektiert die Rendite einer Alternativinvestition, deren Zahlungsstrom im Hinblick auf die zeitliche Struktur, das Risiko und das Ausmaß (steuerliche Behandlung) als vergleichbar mit dem Zahlungsstrom einzuschätzen ist, den die Anteile des zu bewertenden Unternehmens verbriefen.

Ausgangsgröße für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist die Rendite einer langfristigen, risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Dieser Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der die mit einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens gegenüber einer Investition in ein risikofreies Zinspapier größere Unsicherheit über die Höhe der finanziellen Überschüsse abdecken soll.

Bei der Ermittlung von Basiszins und Risikozuschlag sind steuerliche Effekte zu berücksichtigen. Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsabschlag gemindert.

Die von der Bewertungsgutachterin durchgeführte Ableitung des für die Kapitalisierung der geplanten Ergebnisse heranzuziehenden Kapitalisierungszinssatzes (Eigenkapitalkosten) haben wir für die einzelnen Bestandteile Basiszinssatz, Beta Faktor, Marktrisiko prämie und Wachstumsabschlag inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und geprüft. Ferner haben wir eigene Berechnungen zur Plausibilisierung des Kapitalisierungszinssatzes durchgeführt.

### 1.7.1 Basiszinssatz

Der Basiszinssatz repräsentiert eine „quasi“ risikofreie und fristenadäquate Alternativenanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Da bei der Ableitung von Zukunftserfolgswerten grundsätzlich von einer zeitlichen unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens ausgegangen wird, ist als Basiszinssatz grundsätzlich die am Bewertungsstichtag erwartete Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten risikolosen Kapitalmarktanlage heranzuziehen.

Für die Ableitung des Basiszinssatzes ist die Bewertungsgutachterin entsprechend der Empfehlung des IDW von einer auf Basis der Kurse börsennotierter Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit bis zu 30 Jahren abgeleiteten Zinsstrukturkurve ausgegangen, die unter Berücksichtigung des aktuellen Zinsniveaus und der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten ermittelt wurde.

Die 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 Alternativenanlagen und zu bewertenden finanziellen Überschüssen.

Auf der Basis der ermittelten Zinsstrukturkurve hat die Bewertungsgutachterin der Struktur der zu bewertenden finanziellen Überschüsse einen einheitlichen Basiszinssatz von 1,0% vor persönlichen Ertragsteuern zum Ansatz gebracht.

Wir halten den von der Bewertungsgutachterin verwendeten risikolosen Basiszinssatz von 1,0% für sachgerecht und angemessen.

### 1.7.2 Risikozuschlag

Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektive Risikoneigung einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das allgemeine Verhalten des Marktes abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die Risikoprämie kann mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (Capital Asset Pricing Model (CAPM), Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden.

Das CAPM stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikoprämie ohne die Berücksichtigung der Wirkung von persönlichen Ertragsteuern erklärt werden. Die Berechnung der kapitalmarktorientierten Risikoprämie erfolgt durch Bildung der Differenzrendite zwischen Anlagen in Unternehmensanteile (Aktien) und risikolosen Anlagen. Da Aktienrenditen und Risikoprämien jedoch grundsätzlich durch Ertragsteuern beeinflusst werden, erfolgt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erweitert.

Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte persönliche Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und des auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikozuschlages nach Ertragsteuern zusammen.

Die beiden Modellparameter die nach dem CAPM sowie Tax-CAPM zur Berechnung der Höhe des Risikozuschlages benötigt werden sind die Marktrisikoprämie sowie der Beta Faktor.

## Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie ist die marktdurchschnittliche, von Investoren geforderte Überrendite für die Anlage in ein Marktportfolio gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere. Das Marktportfolio wird durch den Aktienmarkt repräsentiert. Der Aktienmarkt kann dabei durch einen breiten Aktienindex wie zum dem DAX abgebildet werden.

Die Bewertungsgutachterin hat unter Anwendung des TAX-CAPM und unter ergänzender Berücksichtigung der derzeit geltenden Steuergesetzgebung die Marktrisikoprämie in Höhe von 5,75% nach persönlichen Steuern angesetzt.

Damit orientiert sich die Bewertungsgutachterin 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%.

Bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten ist zu berücksichtigen, dass diese analog zu Unternehmensbewertung in der Regel zukunftsorientiert erfolgen sollen. Erwartete Zahlungsüberschüsse des Unternehmens werden mit einem risiko-, steuer- und laufzeitäquivalenten Zinssatz kapitalisiert. Bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte hat sich für die Bestimmung nachvollziehbarer Zinssätze eine kapitalmarktorientierte Vorgehensweise durchgesetzt. Der aus langlaufenden Staatsanleihen abgeleitete risikofreie Zinssatz wird um eine aus historischen Aktienüberrenditen abgeleitete Risikoprämie erhöht.

Der FAUB hat in seiner Sitzung vom 22. Oktober beschlossen, seine Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,0% bis 8,0% anzuheben. Damit hat sich der FAUB tendenziell am unteren Ende beobachtbarer Gesamtrenditen orientiert.

Für die Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ist grundsätzlich der Einfluss persönlicher Steuern der Anteilseigner zu berücksichtigen. Dies gilt nicht nur für den risikolosen Basiszins, sondern auch für die Marktrisikoprämie. Ausgehend von der Empfehlung vor persönlichen Steuern hat der FAUB vor dem Hintergrund des geltenden Abgeltungssteuersystems eine Überleitung in eine Welt nach persönlichen Einkommensteuern vorgenommen. Dies führt zu einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in einer Bandbreite von 5,0% bis 6,5%.

Im Ergebnis kann damit derzeit von einer Marktrisikoprämie im Bereich von 5,0% bis 6,5% (nach persönlichen Einkommensteuern) ausgegangen werden.

Wir schließen uns grundsätzlich der Bewertungsgutachterin an, so dass wir eine Marktrisikoprämie in Höhe der Mitte, der vom FAUB empfohlenen Bandbreite von 5,75% nach persönlicher Einkommensteuer für angemessen und sachgerecht ansehen.

## Beta Faktor

Die Marktrisikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des jeweils zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Das unternehmensindividuelle und branchenspezifische Risiko wird im CAPM sowie im Tax-CAPM durch den sog. Beta Faktor ausgedrückt. Der Beta Faktor ist ein Maß für das Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Ein Beta Faktor größer als eins bedeutet, dass der Börsenkurs des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Beta Faktor kleiner eins, dass sich der Börsenkurs im Durchschnitt unterproportional verändert.

Die Aktien der BVH AG werden nicht an der Börse gehandelt, es liegt somit kein Beta Faktor vor.

Die Bewertungsgutachterin hat zur Herleitung einer geeigneten Peer Group die wesentlichen Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren auf die Geschäftstätigkeit der BVH AG untersucht. Für die Ableitung des Beta Faktors wurde eine Peer Group erstellt. Die Peer Group umfasst Unternehmen aus dem Bereichen Vermögensverwaltung, Anlage- und Allokationsberatung. Insgesamt wurden 16 Vergleichsunternehmen mit Sitz in Europa, USA und Kanada, ausgewählt. Dabei wurden als weitere Kriterien insbesondere die ausreichende Liquidität der Aktie und das Vorliegen einer geeigneten Anzahl von Datenpunkten im Betrachtungszeitraum berücksichtigt. Dabei handelt es sich um folgende Unternehmen:

1. Amundi S.A., Paris, Frankreich
2. Anima Holding S.p.A., Mailand, Italien
3. Artisan Partners Asset Management Inc., Milwaukee, USA
4. BlackRock, Inc., New York, USA
5. BrightSphere Investment Group Inc., Boston, USA
6. CJ Financial Corp., Toronto, Kanada,
7. Cohen & Steers, Inc., New York, USA
8. Franklin Resources, Inc. San Mateo, USA
9. Impax Asset Management Group plc., London, Vereinigtes Königreich
10. Invesco Ltd., Atlanta, USA
11. Jupiter Fund Management Plc, London, Vereinigtes Königreich
12. Liontrust Asset Management Plc, London, Vereinigtes Königreich
13. River and Mercantile Group Plc, London, Vereinigtes Königreich
14. Schroders Plc, London, Vereinigtes Königreich

Lloyd Fonds AG, Hamburg

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre

15. SEI Investment Company, Oaks, USA
16. Westwood Holdings Group, Inc., Dallas, USA

Bezüglich einer ausführlichen Beschreibung der Vergleichsunternehmen verweisen wir auf die Darstellungen der Bewertungsgutachterin (Anlage 3, Tz. 189).

**Betafaktor der Peer Group**

5 Jahre, monatlich, 60 Datenpunkte

Name	Global Beta raw	Lokal Beta raw	Verschuld- ungsgrad	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
<b>Durchschnitt</b>				<b>1,4</b>	<b>1,2</b>
<b>Median</b>				<b>1,4</b>	<b>1,2</b>

Quelle: CIQ, PwC Analyse

Quelle: Gutachten PwC S. 57

Die Ableitung der unverschuldeten Beta Faktoren der Vergleichsunternehmen erfolgte auf Basis monatlicher Renditen über einen Zeitraum vom 31. Mai 2017 bis 29. April 2022. Als Referenzindex wurde auf einen entsprechend führenden lokalen Index und einen breiten globalen Index (MSCI World) abgestellt. Die Eigenkapitalquote wurde auf 100% begrenzt, da aufgrund der Geschäftstätigkeit der Vergleichsunternehmen davon auszugehen ist, dass der weit überwiegende Teil der Zahlungsmittelbestände als betriebsnotwendig zu klassifizieren ist. Die Bewertungsgutachterin hat die Formel von Harris / Pringle bei der Ermittlung der unverschuldeten Beta Faktoren zugrunde gelegt.

Wir haben die Ableitung des Beta Faktors durch die Bewertungsgutachterin nachvollzogen.

Für die Festlegung des Zeitraums der Betaberechnung ist eine Abwägung der Aktualität und der statistischen Signifikanz notwendig. Ein erhöhter Stichprobenumfang erhöht aus statistischer Sicht die Ergebnisgenauigkeit. Dies spricht für einen längeren Beobachtungszeitraum.

Sowohl in der Literatur als auch in der Bewertungspraxis wird kontrovers diskutiert, wie sich das Marktportfolio zusammensetzt. Aus modelltheoretischer Sicht besteht das Marktportfolio annahmegemäß aus allen weltweit existierenden, riskanten Anlagemöglichkeiten und ist nicht nur auf Aktien beschränkt. Vor dem Hintergrund der Bewertung aus der Perspektive einer inländischen

unbeschränkten steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner wird in der Bewertungspraxis üblicherweise ein möglichst marktbreiter nationaler Index als Maßstab verwendet. Der Vorteil nationaler Indizes gegenüber globalen Indizes ist in erster Linie in der Vermeidung wechselkursbedingter Verzerrungen zu sehen. Aufgrund der fortschreitenden Globalisierung und stärkeren Vernetzungen der internationalen Finanzbeziehungen werden zu Plausibilisierungszwecken auch globale Indizes herangezogen.

Die Bewertungsgutachterin hat auf Basis der von ihr ermittelten Peer Group einen unverschuldeten Beta Faktor in Höhe von 1,3 für die BVH AG zugrunde gelegt. Wie der obenstehenden Aufstellung entnommen werden kann, entsprechen bei beiden ausgewählten Betafaktoren sowohl lokaler als auch globaler Indizes der Durchschnitt auch dem Median (global 1,4, lokal 1,2). Die Annahme eines unverschuldeten Betas von 1,3 als Mittelwert beider Betafaktorbetragungen erachten wir daher für sachgerecht.

### 1.7.3 Wachstumsrate

Im Rahmen der Bewertung ist zu berücksichtigen, dass zukünftige Unternehmensergebnisse wachsen können. In der Detailplanungsphase wird ein etwaiges Wachstum der Unternehmensergebnisse für die einzelnen Perioden in der Planungsrechnung erfasst. Der Wertbeitrag der unternehmerischen Zahlungsüberschüsse, die zeitlich nach der Detailplanungsphase anfallen, wird im Rahmen der Bewertung vereinfachend über den Barwert einer ewigen Rente erfasst. In der ewigen Rente ist in der Ertragswertformel zunächst das erwartungsgemäß nachhaltig erzielbare Ergebnis anzusetzen. Ist davon auszugehen, dass das zu bewertende Unternehmen in der Lage ist, seine Ergebnisse in der Zeit nach der Detailplanungsphase zu steigern, kann das entsprechende Ergebniswachstum finanzmathematisch über einen Abschlag auf den Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden.

Von der Bewertungsgutachterin wurde ein Bewertungsabschlag von 1,0% vor persönlichen Steuern berücksichtigt. Dies entspricht einer üblichen Rate und wird von uns als angemessen erachtet.

Lloyd Fonds AG, Hamburg

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre

Zusammenfassend ermitteln sich die Eigenkapitalkosten wie folgt:

<b>Eigenkapitalkosten</b>	<b>Plan 2022</b>	<b>Plan 2023</b>	<b>Plan 2024</b>	<b>Plan 2025</b>	<b>Plan 2026</b>	<b>Ewige Rente ab 2027</b>
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%
<b>Risikofreier Zinssatz nach persönlichen Ertragsteuern</b>	<b>0,74%</b>	<b>0,74%</b>	<b>0,74%</b>	<b>0,74%</b>	<b>0,74%</b>	<b>0,74%</b>
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
<b>Risikozuschlag</b>	<b>7,48%</b>	<b>7,48%</b>	<b>7,48%</b>	<b>7,48%</b>	<b>7,48%</b>	<b>7,48%</b>
Wachstumsabschlag (ewige Rente)						-0,87%
<b>Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern</b>	<b>8,21%</b>	<b>8,21%</b>	<b>8,21%</b>	<b>8,21%</b>	<b>8,21%</b>	<b>7,34%</b>

Quelle: PwC Analyse

Quelle: Gutachten PwC S. 58

### 1.8. Ertragswert der BVH AG inklusive nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Ausgehend vom Ergebnis der BVH AG und den hieraus abgeleiteten Nettoeinnahmen abzüglich der effektiven Einkommensteuer hat die Bewertungsgutachterin nach Anwendung der maßgeblichen periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze den Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens der BVH AG zum 25. Juli 2022 wie folgt ermittelt:

<b>Ertragswertermittlung € in Tsd.</b>	<b>FC 2022</b>	<b>Plan 2023</b>	<b>Plan 2024</b>	<b>Plan 2025</b>	<b>Plan 2026</b>	<b>Ewige Rente ab 2027</b>
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
<b>Barwert</b>	<b>1.008</b>	<b>941</b>	<b>1.039</b>	<b>1.145</b>	<b>1.270</b>	<b>13.139</b>
<b>Ertragswert zum 31. Dezember 2021</b>	<b>18.543</b>					
Aufzinsungsfaktor	1,05					
<b>Ertragswert zum 25. Juli 2022</b>	<b>19.388</b>					
Ausschüttungsfähige Liquidität	3.000					
<b>Unternehmenswert der BVH Gruppe</b>	<b>22.388</b>					

Quelle: PwC Analyse

Quelle: Gutachten PwC S. 59

Bezüglich der Ermittlung der ausschüttungsfähigen Liquidität verweisen wir auf unsere Ausführungen unter Abschnitt E.II.1.5.

**1.9 Wert des gesondert bewerteten Vermögenswertes „SAM“**

Die BVH AG verfügt aufgrund der am 2. Mai 2022 unterzeichneten Absichtserklärung (Letter of Intent) über eine Opportunität zur Akquisition der SAM. Grundsätzlich können geplante, aber noch nicht durchgeführte Geschäftschancen nur dann Berücksichtigung finden, wenn Sie hinreichend konkretisiert sind. Im vorliegenden Fall erachten wir den Status der erwarteten Transaktion für so weit fortgeschritten, dass von einer hinreichenden Konkretisierung ausgegangen werden kann. Insbesondere ist die Phase der Due Diligence und auch die Kaufpreisermittlung bereits final abgeschlossen.

Durch den Zusammenschluss erwartet das Management der BVH AG Synergien zwischen SAM und BVH AG Gruppe, die im verhandelten Kaufpreis gegebenenfalls nicht vollumfänglich enthalten sind. Den daraus resultierenden positiven Kapitalwert der Transaktion hat die Bewertungsgutachterin im Rahmen eines Sonderwertes berücksichtigt.

Hierzu hat die Bewertungsgutachterin den Ertragswert der SAM auf Basis der vorgelegten Unternehmensplanung ermittelt und dem maximalen Kaufpreis gemäß Letter of Intent für 100% der Anteile an der SAM gegenübergestellt.

Der Kaufpreis für die Anteile an der SAM setzt sich aus einer fixen initialen Kaufpreiskomponente sowie aus Earn-out Komponenten in den Jahren 2022 bis 2025 zusammen. Das Management der BVH AG erwartet vor dem Hintergrund der zugrunde liegenden Unternehmensplanung der SAM eine vollständige Auszahlung der vorgesehenen Earn-out Zahlungen.

Die Bewertungsgutachterin hat den Kaufpreis für die Anteile an der SAM abgeleitet, indem sie zusätzlich zur fixen initialen Kaufpreiskomponente die erwarteten Earn-out Zahlungen auf den Bewertungsstichtag diskontiert hat. Da die Earn-out Zahlungen in den Jahren 2022 bis 2025 (insgesamt TEUR 1.393 nominal) den operativen Risiken des Geschäfts der SAM unterliegen, hat die Bewertungsgutachterin einen Kapitalisierungszinssatz in Höhe der Eigenkapitalkosten der SAM zugrunde gelegt, so dass sich ein diskontierter Kaufpreis für die Anteile der SAM zum 25. Juli 2022 in Höhe von TEUR 3.999 ergibt.

<b>Ableitung Kaufpreis SAM</b>				
<b>€ in Tsd.</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
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
<b>Barwert</b>	<b>276</b>	<b>282</b>	<b>286</b>	<b>292</b>
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			
<b>Kaufpreis SAM</b>	<b>3.999</b>			

Quelle: Letter of Intent; PwC Analyse

Quelle: Gutachten PwC S. 60

Die uns durch das Management der BVH AG vorgelegte aktuelle Planungsrechnung der SAM für die Geschäftsjahre 2022 bis 2026 basiert auskunftsgemäß aus der von der Verkäuferseite im Rahmen des Transaktionsprozesses zur Verfügung gestellten Unternehmensplanung. Diese wurde durch das Management der BVH AG angepasst, in dem eine zusätzlich erforderliche Planstelle im Bereich Compliance ab 2023 sowie ein Kostenwachstum bei den Personalaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen berücksichtigt wurde.

<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>	<b>FC</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>	<b>CAGR</b>
<b>€ in Tsd.</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>22-26</b>
<b>Provisionsergebnis</b>	<b>1.622</b>	<b>1.795</b>	<b>1.896</b>	<b>2.002</b>	<b>2.114</b>	<b>6,9%</b>
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
<b>Gesamterträge</b>	<b>1.622</b>	<b>1.795</b>	<b>1.896</b>	<b>2.002</b>	<b>2.114</b>	<b>6,9%</b>
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%
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>	<b>604</b>	<b>635</b>	<b>694</b>	<b>757</b>	<b>824</b>	<b>8,1%</b>
<b>Ergebnismarge (in % der Gesamterträge)</b>	<b>37,2%</b>	<b>35,4%</b>	<b>36,6%</b>	<b>37,8%</b>	<b>39,0%</b>	
<b>Durchschnittliche Assets under Management</b>						
Vermögensverwaltung (SAM)	406.608	419.543	431.956	444.848	458.241	
<b>in % der Assets under Management</b>						
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%	
<b>Summe</b>	<b>0,25%</b>	<b>0,28%</b>	<b>0,28%</b>	<b>0,28%</b>	<b>0,28%</b>	

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

Quelle: Gutachten PwC S. 61

Nach unseren Feststellungen handelt es sich bei den geplanten Provisionserträgen um fixe Gebühren entsprechend des Gebührenmodells der SAM.

Die Bewertungsgutachterin hat zur Plausibilisierung der fixen Gebühren diese der geplanten Entwicklung der durchschnittlichen AuM gegenübergestellt. Danach liegt die durchschnittliche Marge (in Prozent der AuM) über alle Fonds der SAM im Detailplanungszeitraum zwischen rund 0,6% und rund 0,7%. Gemäß der uns vorliegenden Informationen unterscheiden sich die Gebührenmodelle und damit die Margen der einzelnen Fonds. Planerisch wurde ein stärkeres Wachstum bei den höhermargigen Fonds unterstellt.

Ursächlich für die höheren Margen der SAM im Vergleich zur MFI und BVG ist nach Auskunft des Managements der BVH das Gebührenmodell. Es handelt sich um Publikumsfonds mit höheren Grundgebühren, allerdings fallen keine Performance Gebühren an.

Wir erachten die berücksichtigten Grundgebühren zwischen 0,6% und 0,7% für plausibel, da sie innerhalb der marktüblichen Bandbreite liegen.

Die Bewertungsgutachterin erachtet die vorliegenden Unternehmensplanung der der SAM aufgrund des kontinuierlichen Wachstums der AuM und des damit verbundenen stetigen Wachstums der Provisionserträge im Detailplanungszeitraum für ambitioniert aber realisierbar. Für die ewige Rente hat die Bewertungsgutachterin eine nachhaltig erzielbare Ergebnismarge in Höhe von 36,6% angesetzt, da die Ergebnismarge des letzten Planjahres Skaleneffekte aus dem im Detailplanungszeitraum wachsenden Gesamterträgen umfasst und durch diese die nachhaltige Ertragskraft bei einem durchschnittlichen Gesamtertragsniveau überschätzt würde. Diese Vorgehensweise erachten wir für plausibel.

Hinsichtlich der Unternehmenssteuern und der erwarteten Nettoausschüttungen verweisen wir auf unsere Ausführungen unter E.II.1.6.5. Die Bewertungsgutachterin hat hier dieselben Annahmen und Steuersätze wie bei der BVH AG unterstellt.

Die Bewertungsgutachterin hat ferner auch den für die BVH AG ermittelten Kapitalisierungszinssatz für die Diskontierung der erwarteten Nettoausschüttungen der SAM herangezogen, da ein mit der BVH AG vergleichbares Geschäftsmodell, mit vergleichbar operativen Risiken sowie einer vergleichbaren Finanzierungsstruktur gegeben ist. Diese Vorgehensweise erachten wir für angemessen (vergleiche Abschnitt E.II.1.7).

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)
<b>Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)</b>	<b>604</b>	<b>635</b>	<b>694</b>	<b>757</b>	<b>824</b>	<b>690</b>
Zinsergebnis	-	-	-	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>604</b>	<b>635</b>	<b>694</b>	<b>757</b>	<b>824</b>	<b>690</b>
Unternehmenssteuern	(199)	(209)	(229)	(250)	(272)	(228)
<b>Ergebnis nach Unternehmenssteuern</b>	<b>405</b>	<b>426</b>	<b>465</b>	<b>508</b>	<b>552</b>	<b>463</b>
Thesaurierung	-	-	-	-	-	(231)
<b>Ausschüttung</b>	<b>405</b>	<b>426</b>	<b>465</b>	<b>508</b>	<b>552</b>	<b>231</b>
Persönliche Ertragsteuern	(107)	(112)	(123)	(134)	(146)	(61)
<b>Ausschüttung (Nach ESt)</b>	<b>298</b>	<b>313</b>	<b>343</b>	<b>374</b>	<b>407</b>	<b>170</b>
Fiktive Zurechnung von Thesaurierung	-	-	-	-	-	231
Persönliche Ertragsteuer auf fiktive Zurechnung	-	-	-	-	-	(31)
<b>Zu diskontierende Nettoausschüttung</b>	<b>298</b>	<b>313</b>	<b>343</b>	<b>374</b>	<b>407</b>	<b>371</b>

Quelle: PwC Analyse auf Basis der Management Planung

Quelle: Gutachten PwC S. 64

Die Bewertungsgutachterin hat zum Bewertungsstichtag einen Ertragswert der SAM in Höhe von TEUR 4.984 ermittelt. Nach Abzug des diskontierten Kaufpreises ergibt sich ein als Sonderwert zu berücksichtigender Kapitalwert in Höhe von TEUR 985.

Die Kapitalisierung der erwarteten Ausschüttungen und Thesaurierungen mittels der zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze auf den maßgeblichen Bewertungsstichtag 25. Juli 2022 haben wir

rechnerisch nachvollzogen und erheben keine Einwände. Es ergibt sich demnach ein Ertragswert der BVH AG zum 25. Juli 2022 in Höhe von TEUR 4.767.

<b>Ertragswertermittlung € in Tsd.</b>	<b>FC 2022</b>	<b>Plan 2023</b>	<b>Plan 2024</b>	<b>Plan 2025</b>	<b>Plan 2026</b>	<b>Ewige Rente ab 2027</b>
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
<b>Barwert</b>	<b>275</b>	<b>268</b>	<b>270</b>	<b>273</b>	<b>274</b>	<b>3.407</b>
<b>Ertragswert zum 31. Dezember 2021</b>	<b>4.767</b>					
<b>Aufzinsungsfaktor</b>	<b>1,05</b>					
<b>Ertragswert zum 25. Juli 2022</b>	<b>4.984</b>					
<b>Kaufpreis für 100% der Anteile an der SAM</b>	<b>(3.999)</b>					
<b>Kapitalwert SAM (Sonderwert)</b>	<b>985</b>					

Quelle: PwC Analyse

Quelle: Gutachten PwC S. 65

Wir haben die vorliegende Planung der SAM anhand der uns vorgelegten Nachweise und Erläuterungen und insbesondere der ergänzenden Erläuterungen der Bewertungsgutachterin überprüft.

Wir halten die Erreichung der dargestellten Annahmen für möglich, wobei der Anstieg der Nettoausschüttungen im Detailplanungszeitraum von TEUR 298 (FC Gj. 2022) auf TEUR 407 (Gj. 2026) durch die Anpassung der ewigen Rente auf den Durchschnittswert der Detailplanungsphase von TEUR 371 wiederum abgeschwächt wird. Der Anteil der Summe der Barwerte im Detailplanungszeitraum beträgt insgesamt TEUR 1.360 (entsprechend 28,53%) und der Barwert der ewigen Rente insgesamt TEUR 3.407 (entsprechend 71,47%). Das nachhaltig erzielbare Ergebnis halten wir daher für erreichbar.

Der resultierende Differenzbetrag aus der Gegenüberstellung des ermittelten Ertragswertes der SAM von TEUR 4.984 und des diskontierten Kaufpreises in Höhe von TEUR 3.999 beläuft sich auf TEUR 985. Dieser Wert wurde als Sonderwert für Unternehmenswertermittlung der BVH AG berücksichtigt, da die Opportunität hinreichend konkretisiert ist und einen Residualwert zum Bewertungsstichtag darstellt. Ob die dafür vorgesehene freie Liquidität der BVH AG in Höhe von TEUR 3.000 dafür Verwendung findet oder nicht, ist für die Ermittlung des zeitpunktbezogenen Sonderwertes zum 25. Juli 2022 unmaßgeblich.

### 1.10 Unternehmenswert und Wert je Aktie

Der Unternehmenswert der BVH AG und der Wert je Aktie ergeben sich nach unseren Ermittlungen unter Berücksichtigung des Ertragswertes übereinstimmend mit der Bewertungsgutachterin zum 25. Juli 2021 wie folgt:

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

<b>Aktienwert BVH</b>	<b>25. Juli 2022</b>
<b>Unternehmenswert inkl. Sonderwert (€ in Tsd.)</b>	<b>23.373</b>
Anzahl der Aktien (in Tsd.)	253,722
<b>Wert je Aktie in €</b>	<b>92,12</b>

Quelle: PwC Analyse

Quelle: Gutachten PwC S. 65

### 1.11 Plausibilisierung des Unternehmenswertes

Ergänzend zu dem mittels des Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswert hat die Bewertungsgutachterin anhand von vereinfachten Preisfindungen eine Plausibilitätsbeurteilung vorgenommen.

#### **Vergleichsorientierte Bewertung**

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.

Geeignete Multiplikatoren können aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (sog. Peer Group) oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden. Grundsätzlich 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 Interessenslage der Transaktionspartner bestimmt sind. Sie berücksichtigen bspw. Synergieeffekte und

subjektive Erwartungshaltungen. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren für die Plausibilisierung eines objektivierte Unternehmenswertes regelmäßig niedriger. Dementsprechend sind ausschließlich Multiplikatoren vergleichbarer börsennotierter Unternehmen zugrunde zu legen.

Die Bewertungsgutachterin hat eine überschlägige Ermittlung der zukunftsbezogenen Marktmultiplikatoren vorgenommen, um die auf Basis des Ertragswertfahrens ermittelten Bewertungsergebnisse zu plausibilisieren.

Im Kern besteht eine vergleichende Bewertung darin, „marktübliche, als normal angesehene Kennzahlen“ zu erheben und auf das Bewertungsobjekt zu übertragen. Solche Kennzahlen lassen sich zwar auch in volatilen Phasen ermitteln, doch kann hier der Einfluss von außergewöhnlichen Sonderfaktoren in der Regel nicht ausgeschlossen werden. Darüber hinaus ist in diesem Fall die Aussagekraft der Multiplikatoren zusätzlich eingeschränkt, da die vorliegenden Vergleichsunternehmen andere Zusammensetzungen in den Produkt- und Dienstleistungsangeboten sowie unterschiedliche Wettbewerbssituationen aufweisen.

Für die Plausibilisierung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren hat die Bewertungsgutachterin für die Vergleichsunternehmen, die auch der Bestimmung des Beta Faktors zugrunde gelegt wurden, Multiplikatoren ermittelt, sofern belastbare Daten vorhanden waren.

Die Bewertungsgutachterin hat den Multiplikator Gesamtunternehmenswert zu Ergebnis vor Zinsen und Steuern (Unternehmenswert /EBIT) und den Multiplikator Kurs zu Gewinnverhältnis (kurz „KGV“) herangezogen.

Als Informationsquelle wurden von der Bewertungsgutachterin insbesondere auf Kapitalmarktdaten, d.h. Analystenschätzungen hinsichtlich des EBIT und Jahresüberschuss der Vergleichsunternehmen für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024 auf Basis von Daten des Finanzinformationsdienstleisters S&P Global Markte Intelligence LLC zurückgegriffen.

Es ergeben sich für die Vergleichsunternehmen folgende Multiplikatoren, wobei grau straffierte Bereiche fehlende oder unplausible Datenpunkte markieren.

Die Bewertungsgutachterin hat über die EBIT-Multiplikatoren der Peer Group folgende Bandbreite der Unternehmenswerte der BVH AG ermittelt: TEUR 17.950 bis TEUR 28.868. Nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Ertragswert der BVH AG liegt mit EUR 23.373 liegt mittig innerhalb der Unternehmenswertbandbreite aus der Multiplikatorbewertung.

Im Hinblick auf die KGV-Multiplikatoren ermittelte Bandbreite der Unternehmenswerte (TEUR 14.352 bis TEUR 24.084) liegt der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der BVH AG mit TEUR 23.373 am oberen Rand.

### **III. Angemessenheit der festgesetzten Barabfindung**

Der von der Bewertungsgutachterin nach dem Ertragswertverfahren abgeleitete Unternehmenswert in Höhe von EUR 92,12 je Aktie wurde von der Lloyd AG als Barabfindung übernommen. Da die Aktie der BVH AG nicht an der Börse notiert ist, kann der Börsenkurs für Zwecke der Festlegung der Barabfindung gemäß Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999 (AktZ. 1 BVR 1613/94) zu Abfindung und Ausgleich im Zusammenhang mit Unternehmensverträgen und Eingliederungsmaßnahmen nicht dem Ertragswert gegenübergestellt werden.

Gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG muss die angebotene Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Sofern sich bis dahin wesentliche Grundlagen der Bewertung ändern, wäre eine Anpassung der ermittelten Barabfindung erforderlich.

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen und Plausibilisierung haben wir die Prämissen und die Bewertung als sachgerecht beurteilt.

Daher halten wir die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 92,12 je Aktie für angemessen. Im Ergebnis besteht im Verhältnis zur Bewertungsgutachterin keine divergierende Auffassung zur Höhe der angemessenen Barabfindung.

**E. ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG**

Als gerichtlich bestellte Prüferin haben wir die Angemessenheit der von der Lloyd AG, Hamburg, als Hauptaktionärin festgesetzten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der BVH AG, München, geprüft.

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

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der BVH AG, München, von EUR 92,12 je Aktie angemessen.“

Hamburg, den 20. Juni 2022

**KFS Revision GmbH**

**Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Schacht'.

Wirtschaftsprüfer

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Kurtkowiak'.

Wirtschaftsprüfer

\*\*\*\*\*

Eine Verwendung der vorstehenden Bestätigung außerhalb dieses Prüfungsberichts bedarf unserer vorherigen Zustimmung. Bei Veröffentlichung oder Weitergabe des Berichtes - mit Ausnahme im Rahmen der gewöhnlichen Veröffentlichung im Zusammenhang mit der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung in einer von der bestätigten Fassung abweichenden Form, bedarf es zuvor unserer erneuten Stellungnahme, sofern hierbei unsere Bestätigung zitiert oder auf unsere Prüfung hingewiesen wird.

\*\*\*\*\*

## **Anlagen**

**Landgericht München I**

Justizgebäude Lenbachplatz 7  
80316 München

**5 HK O 5620/22**

**B e s c h l u s s**

vom 19.5.2022:

1. Auf Antrag der

**Lloyd Fonds AG**  
An der Alster 24  
20099 Hamburg

bestellt der Vorsitzende der 5. Kammer für Handelssachen beim LG München I gem. § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327 c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293 c Abs. 1 AktG

**KFS Revision GmbH**  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Langenhorner Chaussee 602  
22419 Hamburg

zum Prüfer für die Überprüfung der Angemessenheit einer zu gewährenden Barabfindung an die Aktionäre der BV Holding AG mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts – Registergericht – München HRB 241355.

2. Auf gemeinsamen Antrag der

**Lloyd Fonds AG**  
An der Alster 24  
20099 Hamburg

und der

**BV Holding AG**  
Brienner Straße 53a  
80333 München

bestellt der Vorsitzende der 5. Kammer für Handelssachen beim LG München I gem. §§ 60, 10 UmwG

**KFS Revision GmbH**  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Langenhorner Chaussee 602  
22419 Hamburg

zum gemeinsamen Prüfer des Verschmelzungsvertrages zwischen diesen beiden Gesellschaften.

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

### **G r ü n d e :**

Die von der Hauptaktionärin bzw. den am Verschmelzungsvertrag beteiligten Gesellschaften benannte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist für die Prüfung geeignet. Hinderungsgründe bestehen nicht, so dass diese vom Gericht entsprechend der Anregung der Antragstellerin bzw. der Antragstellerinnen ausgewählt werden konnte.

Dr. Krenek  
Vorsitzender Richter  
am Landgericht

**DR. AXEL PFEIFER**  
**DR. TIL BRÄUTIGAM**  
**DR. JAN C. WOLTERS**  
**DR. JOHANNES BEIL**  
**DR. THOMAS DIEHN**  
**- NOTARE -**

Bergstraße 11, 20095 Hamburg  
Telefon: +49 (0) 40 30 200 60  
Telefax: +49 (0) 40 30 200 635  
E-Mail: [info@notariat-bergstrasse.de](mailto:info@notariat-bergstrasse.de)



**NOTARE**  

---

**BERGSTRASSE**

## **VERSCHMELZUNGSVERTRAG**

**UVZNr. 1230/2022/P vom 19. Mai 2022**  
**des hamburgischen Notars Dr. Axel Pfeifer**

**- Elektronische Fassung -**

**Verhandelt**

in der Freien und Hansestadt Hamburg

am

**19. (neunzehnten) Mai 2022 (zweitausendzweiundzwanzig).**

Vor mir, dem Unterzeichnenden Notar

**Dr. Axel Pfeifer,**

mit dem Amtssitz Bergstraße 11, 20095 Hamburg, erschienen heute im Hause  
An der Alster 42, 20099 Hamburg, wohin ich mich auf Ersuchen begeben habe:

1. Herr Achim Plate,  
geboren am 29. Juli 1959,  
Anschrift: c/o Lloyd Fonds AG, An der Alster 42, 20099 Hamburg,  
von Person bekannt,
2. Frau Cornelia Abramzik,  
geboren am 5. Juli 1969,  
Anschrift: c/o Lloyd Fonds AG, An der Alster 42, 20099 Hamburg,  
von Person bekannt,

die Erschienenen zu 1. und 2. handelnd ihrer Erklärung nach als gemeinschaftlich  
vertretungsberechtigtes und vom Verbot der Mehrfachvertretung befreites Vor-  
standsmitglied bzw. als Prokuristin für die Aktiengesellschaft in Firma:

**Lloyd Fonds AG**

Anschrift: An der Alster 42, 20099 Hamburg,  
mit Sitz in Hamburg,  
eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg  
unter HR B 75 492,

und somit zur gemeinsamen Vertretung dieser Gesellschaft berechtigt, was ich, der Notar hiermit gemäß § 21 Bundesnotarordnung aufgrund Eintragung vom 18. Mai 2022 in das elektronische Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg – HR B 75 492 – bescheinige,

3. Herr Stefan Mayerhofer,  
geboren am 3. Februar 1965,  
Anschrift: c/o BV Holding AG, Hauptstr. 4, 83308 Trostberg,  
von Person bekannt,
4. Herr Alexander Gröbner,  
geboren am 21. Oktober 1978,  
Anschrift: c/o BV Holding AG, Hauptstr. 4, 83308 Trostberg,  
von Person bekannt,

die Erschienenen zu 3. und 4. handelnd ihrer Erklärung nach als gemeinschaftlich vertretungsberechtigte Vorstandsmitglieder für die Aktiengesellschaft in Firma:

**B V H O L D I N G A G**

Anschrift: Hauptstr. 4, 83308 Trostberg,  
mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München  
unter HR B 241355,

und somit zur gemeinsamen Vertretung dieser Gesellschaft berechtigt, was ich, der Notar hiermit gemäß § 21 Bundesnotarordnung aufgrund Eintragung vom 18. Mai 2022 in das elektronische Handelsregister des Amtsgerichts München – HR B 241 355 – bescheinige,

und erklärten zu meinem Protokoll:

# I.

## VERSCHMELZUNGSVERTRAG

zwischen der

### **Lloyd Fonds AG**

An der Alster 42, 20099 Hamburg

- nachfolgend auch als „**LFAG**“ bezeichnet -

und der

### **BV Holding AG,**

Hauptstr. 4, 83308 Trostberg

- nachfolgend auch als „**BVH**“ bezeichnet –

- LFAG und BVH auch als „**Parteien**“ oder einzeln als „**Partei**“ bezeichnet -

### **Präambel:**

- (A) Die LFAG ist eine im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 75492 eingetragene Aktiengesellschaft deutschen Rechts mit Sitz in Hamburg, deren Aktien in den Handel im Freiverkehrssegment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse einbezogen sind. Das im Handelsregister eingetragene Grundkapital der LFAG beträgt EUR 14.511.298,00 und ist eingeteilt in 14.511.298 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von EUR 1,00 je Aktie. Die Einlagen auf die Aktien sind voll erbracht. Geschäftsjahr der LFAG ist das Kalenderjahr.
- (B) Die BVH ist eine im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 241355 eingetragene Aktiengesellschaft deutschen Rechts mit Sitz in München, deren Aktien weder zum Handel an einem regulierten Markt einer Börse zugelassen sind noch im Freiverkehr an einer Börse gehandelt werden. Das im Handelsregister eingetragene Grundkapital der BVH beträgt EUR 253.722,00. Es ist eingeteilt in 253.722 auf den Namen lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von EUR 1,00 je Aktie. Die Einlagen auf die Aktien sind voll erbracht. Geschäftsjahr der BVH ist das Kalenderjahr.
- (C) Die LFAG hält derzeit unmittelbar 248.594 Aktien der BVH. Das entspricht ca. 98 % des Grundkapitals der BVH. Die LFAG ist damit Hauptaktionärin der BVH im Sinne von § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG. Die LFAG und die BVH beabsichtigen, das Vermögen der

BVH als Ganzes im Wege der Verschmelzung durch Aufnahme auf die LFAG zu übertragen. Im Zusammenhang mit der Verschmelzung soll ein Ausschluss der übrigen Aktionäre der BVH außer der LFAG („**Minderheitsaktionäre**“) erfolgen. Zu diesem Zweck soll die Hauptversammlung der BVH innerhalb von drei Monaten nach Abschluss dieses Verschmelzungsvertrags über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die LFAG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

- (D) Die Verschmelzung soll nur wirksam werden, wenn auch der Ausschluss der Minderheitsaktionäre der BVH und damit die Übertragung aller Aktien der Minderheitsaktionäre der BVH auf die LFAG als Hauptaktionärin wirksam wird, was durch eine aufschiebende Bedingung für die Wirksamkeit dieses Vertrages sichergestellt wird. Umgekehrt werden auch der Ausschluss der Minderheitsaktionäre und damit die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der BVH auf die LFAG als Hauptaktionärin gemäß § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG nur gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister der LFAG wirksam. Da die LFAG folglich bei Wirksamwerden der Verschmelzung alleinige Aktionärin der BVH sein wird, unterbleibt eine Gewährung von Anteilen an der LFAG an die Anteilsinhaber der BVH als übertragender Gesellschaft. Eine Kapitalerhöhung der LFAG zur Durchführung der Verschmelzung findet nicht statt.

Dies vorausgeschickt, vereinbaren die Parteien, was folgt:

## **1. Vermögensübertragung, Schlussbilanz**

- 1.1 Die BVH überträgt ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung nach §§ 2 Nr. 1, 60 ff. UmwG auf die LFAG nach näherer Maßgabe der Bestimmungen dieses Vertrages (Verschmelzung zur Aufnahme). Mit der Eintragung der Verschmelzung in das Register des Sitzes der LFAG gehen auch die Verbindlichkeiten der BVH auf die LFAG über (§ 20 Abs. 1 Nr. 1 UmwG).
- 1.2 Der Verschmelzung wird – vorbehaltlich der in Ziff. 7 dieses Vertrages getroffenen Regelungen – die Bilanz der BVH als übertragender Gesellschaft zum 31. Dezember 2021 als Schlussbilanz zu Grunde gelegt (zugleich steuerlicher Übertragungstichtag).

## **2. Ausschluss der Minderheitsaktionäre der BVH**

- 2.1 Im Zusammenhang mit der Verschmelzung der BVH auf die LFAG soll ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre der BVH gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. §§ 327a bis 327f des Aktiengesetzes (AktG) erfolgen. Ausweislich des dieser Urkunde als **Anlage** beigefügten Aktienregisterauszugs hält die LFAG heute unmittelbar 248.594 der insgesamt 253.722 auf den Namen lautenden Aktien der BVH. Das entspricht ca. 98 % des Grundkapitals der BVH. Die LFAG ist damit Hauptaktionärin der BVH im Sinne von § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG.
- 2.2 Es ist beabsichtigt, dass die Hauptversammlung der BVH innerhalb von drei Monaten nach Abschluss dieses Vertrages einen Beschluss nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG („**Übertragungsbeschluss**“) über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der BVH auf die LFAG als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer von der LFAG zu zahlenden angemessenen, in dem Übertragungsbeschluss betragsmäßig zu bestimmenden Barabfindung fasst. Die Eintragung

des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister des Sitzes der BVH ist mit dem Vermerk zu versehen, dass der Übertragungsbeschluss erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung im Register des Sitzes der übernehmenden LFAG wirksam wird (§ 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG).

### **3. Keine Gegenleistung**

- 3.1 Die LFAG als übernehmende Gesellschaft wird bei Wirksamwerden der Verschmelzung sämtliche Aktien an der BVH halten. Das wird durch die aufschiebende Bedingung für die Wirksamkeit dieses Vertrages gemäß Ziff. 8.1 dieses Vertrages und die gesetzliche Bestimmung in § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG sichergestellt.
- 3.2 Somit sind den Anteilseignern der BVH gemäß § 20 Abs. 1 Nr. 3 Satz 1 Halbsatz 2 UmwG im Rahmen der Verschmelzung keine Anteile an der LFAG als Gegenleistung zu gewähren. Weiter darf die LFAG als übernehmende Gesellschaft gemäß § 68 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 UmwG ihr Grundkapital zur Durchführung der Verschmelzung nicht erhöhen.
- 3.3 Dementsprechend entfallen nach § 5 Abs. 2 UmwG alle in § 5 Abs. 1 Nr. 2 bis 5 UmwG vorgesehenen Angaben zum Umtausch der Anteile.

### **4. Verschmelzungstichtag**

Die Übernahme des Vermögens der BVH als übertragende Gesellschaft durch die LFAG als übernehmende Gesellschaft erfolgt – vorbehaltlich der in Ziff. 7 dieses Vertrages enthaltenen Regelungen – im Innenverhältnis zwischen den Parteien mit Wirkung zum Ablauf des 31. Dezember 2021. Vom Beginn des 1. Januar 2022 („**Verschmelzungstichtag**“) an gelten alle Handlungen und Geschäfte der BVH als für Rechnung der LFAG vorgenommen.

### **5. Besondere Vorteile und Rechte**

- 5.1 Vorbehaltlich des in Ziff. 2 dieses Vertrages genannten Sachverhalts werden keine Rechte i. S. v. § 5 Abs. 1 Nr. 7 UmwG für einzelne Aktionäre oder für Inhaber besonderer Rechte gewährt. Es sind auch keine Maßnahmen im Sinne der vorgenannten Vorschrift für solche Personen vorgesehen.
- 5.2 Es werden keine besonderen Vorteile im Sinne des § 5 Abs. 1 Nr. 8 UmwG für ein Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglied eines an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträgers, für die Abschlussprüfer oder für eine sonstige in dieser Vorschrift genannte Person gewährt. Es sind auch keine Maßnahmen im Sinne der vorgenannten Vorschrift für solche Personen vorgesehen.

### **6. Folgen der Verschmelzung für die Arbeitnehmer und ihre Vertretungen**

- 6.1 Die BVH beschäftigt derzeit Arbeitnehmer an ihrem Standort in Trostberg. Auf Ebene der BVH besteht kein Betriebsrat und kein Gesamtbetriebsrat. Ein Konzernbetriebsrat ist bei der BVH ebenfalls nicht errichtet. Die BVH ist nicht Mitglied in einem tarifschließenden Arbeitgeberverband. Tarifverträge finden keine Anwendung. Bei der BVH besteht ein Aufsichtsrat ohne Arbeitnehmervertreter, der durch die Verschmelzung entfällt.

Die LFAG beschäftigt zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrages Arbeitnehmer an ihren Standorten in Hamburg, Frankfurt am Main und München. Auf Ebene der LFAG besteht kein Betriebsrat und kein Gesamtbetriebsrat. Ein Konzernbetriebsrat ist bei der LFAG ebenfalls nicht errichtet. Die LFAG ist nicht Mitglied in einem tarifschließenden Arbeitgeberverband. Tarifverträge finden keine Anwendung. Bei der LFAG besteht ein Aufsichtsrat ohne Arbeitnehmervertreter.

- 6.2 Für die Arbeitnehmer der BVH und der LFAG ändert sich der Inhalt ihrer Arbeitsverhältnisse durch die Verschmelzung nicht.
- 6.3 Aufgrund der Verschmelzung gehen die Arbeitsverhältnisse der Mitarbeiter der BVH kraft Gesetzes mit Wirkung zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Verschmelzung auf die LFAG über. Die LFAG tritt gemäß §§ 613a BGB, 324 UmwG in die Arbeitsverhältnisse der bei der BVH beschäftigten Arbeitnehmer mit allen Rechten und Pflichten unter automatischer Anrechnung der bei der BVH erbrachten Vordienstzeiten ein. Die bis zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Verschmelzung geltenden Arbeitsbedingungen finden weiterhin Anwendung. Etwaige Versorgungsverpflichtungen aus einer betrieblichen Altersversorgung der BVH gegenüber aktiven und ausgeschiedenen Arbeitnehmern gehen ebenfalls auf die LFAG über. Die Arbeitnehmer der BVH können dem Übergang ihrer Arbeitsverhältnisse auf die LFAG nicht widersprechen, da die BVH mit Wirksamwerden der Verschmelzung erlischt. Ihnen steht aber ein Recht zur außerordentlichen Kündigung binnen zwei Wochen nach deren Kenntnis von der Eintragung dieser Verschmelzung in das Handelsregister der LFAG zu.
- 6.4 Ab dem Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Verschmelzung haftet die LFAG unbeschränkt für alle, auch für etwaige rückständige Ansprüche aus den Arbeitsverhältnissen der Mitarbeiter der BVH. Aufgrund der Verschmelzung der BVH mit der LFAG, in deren Folge die BVH erlischt, entfällt eine Weiterhaftung der BVH (§ 613a Abs. 3 BGB).
- 6.5 Eine Kündigung der Arbeitnehmer der BVH durch die BVH oder die LFAG aufgrund des Übergangs der Arbeitsverhältnisse ist gemäß §§ 324 UmwG, 613a Abs. 4 BGB ausgeschlossen. Die Mitarbeiter der BVH werden vor Wirksamwerden der Verschmelzung gemäß §§ 324 UmwG, 613a Abs. 5 BGB informiert.
- 6.6 Veränderungen der Organisation auf betrieblicher Ebene oder sonstige Maßnahmen, die sich auf die Arbeitnehmer auswirken könnten, sind nicht geplant.

## **7. Stichtagsänderung**

- 7.1 Falls die Verschmelzung nicht bis zum Ablauf des 31. März 2023 durch Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der LFAG als übernehmender Gesellschaft wirksam geworden ist, wird der Verschmelzung abweichend von Ziff. 1.2 dieses Vertrages die Bilanz der BVH als übertragender Gesellschaft zum Stichtag 31. Dezember 2022 als Schlussbilanz zugrunde gelegt und der Verschmelzungstichtag abweichend von Ziff. 4 dieses Vertrages auf den Beginn des 1. Januar 2023 verschoben.
- 7.2 Bei einer weiteren Verzögerung des Wirksamwerdens der Verschmelzung über den 31. März des jeweiligen Folgejahres hinaus verschieben sich die Stichtage entsprechend der vorstehenden Regelung jeweils um ein Jahr.

## **8. Aufschiebende Bedingung, Wirksamwerden, Rücktrittsvorbehalt**

- 8.1 Die Wirksamkeit dieses Vertrages steht unter der aufschiebenden Bedingung, dass der Beschluss der Hauptversammlung der BVH nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i. V. m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der BVH auf die LFAG als Hauptaktionärin in das Handelsregister des Sitzes der BVH mit dem Vermerk nach § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG, dass der Übertragungsbeschluss erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung im Register des Sitzes der LFAG wirksam wird, eingetragen wird.
- 8.2 Die Verschmelzung wird mit Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der LFAG wirksam. Einer Zustimmung der Hauptversammlung der BVH zu diesem Vertrag bedarf es zum Wirksamwerden der Verschmelzung nach § 62 Abs. 4 Satz 1 und 2 UmwG nicht, da die Wirksamkeit dieses Vertrages nach Ziff. 8.1 unter der aufschiebenden Bedingung steht, dass ein Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung der BVH als übertragender Gesellschaft nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i. V. m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG gefasst und der Beschluss mit einem Vermerk nach § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG in das Handelsregister des Sitzes der BVH eingetragen worden ist. Einer Zustimmung der Hauptversammlung der LFAG zu diesem Vertrag bedarf es gemäß § 62 Abs. 1 i. V. m. Abs. 2 Satz 1 UmwG nur dann, wenn Aktionäre der LFAG, deren Anteile zusammen 5 % des Grundkapitals der LFAG erreichen, die Einberufung einer Hauptversammlung verlangen, in der über die Zustimmung zu der Verschmelzung beschlossen wird.
- 8.3 Jede Partei kann von diesem Vertrag zurücktreten, wenn die Verschmelzung nicht bis zum Ablauf des 31. März 2023 und nicht vor Ausübung des Rücktrittsrechts durch Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der LFAG und Eintritt der aufschiebenden Bedingungen nach Ziff. 8.1 dieses Vertrags wirksam geworden ist. Die Erklärung des Rücktritts erfolgt durch eingeschriebenen Brief. Jede Partei kann durch eine ausdrückliche und schriftlich abgegebene Erklärung auf ihr Rücktrittsrecht verzichten. Dem beurkundenden Notar und den beteiligten Registergerichten ist der Rücktritt unverzüglich schriftlich mitzuteilen.

## **9. Treuhänder**

Die Bestellung eines Treuhänders nach § 71 UmwG ist nicht erforderlich, da im Zuge der Verschmelzung keine Aktien und keine baren Zuzahlungen gewährt werden.

## **10. Schlussbestimmungen**

- 10.1 Es ist beabsichtigt, die Firma der LFAG auf der nächsten ordentlichen Hauptversammlung der LFAG zu ändern. Die dann geführte Firma der LFAG soll nach Wirksamwerden der Verschmelzung unverändert fortgeführt werden.
- 10.2 Die BVH verfügt über keinen Grundbesitz.
- 10.3 Die derzeit bei der BVH bestehenden Prokuren und Handlungsvollmachten gehen im Rahmen der Verschmelzung nicht auf die LFAG über.
- 10.4 Die Parteien werden alle Erklärungen abgeben, alle Urkunden ausstellen und alle sonstigen Handlungen vornehmen, die im Zusammenhang mit der Übertragung des Vermögens der BVH zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Verschmelzung auf die

LFAG oder die Berichtigung von öffentlichen Registern oder sonstigen Verzeichnissen etwa noch erforderlich oder zweckdienlich sein sollten. Die BVH gewährt der LFAG Vollmacht im rechtlich weitest gehenden Umfang zur Abgabe aller Erklärungen, die zur Erfüllung der Verpflichtungen nach dieser Ziff. 10.4 erforderlich oder hilfreich sind. Diese Vollmacht gilt über das Wirksamwerden der Verschmelzung hinaus.

- 10.5 Die durch die Beurkundung und den Vollzug dieses Vertrages entstehenden Kosten und Steuern werden von der LFAG getragen. Im Übrigen trägt jede Partei vorbehaltlich einer anderweitigen Vereinbarung ihre Kosten selbst. Diese Regelungen gelten auch, falls die Verschmelzung wegen des Rücktritts einer Partei oder aus einem anderen Grunde nicht wirksam wird.
- 10.6 Falls einzelne Bestimmungen dieses Vertrages unwirksam sein oder werden sollten oder nicht durchgeführt werden können, wird dadurch die Wirksamkeit des Vertrages im Übrigen nicht berührt. Die Parteien verpflichten sich, anstelle der unwirksamen oder undurchführbaren Bestimmung eine Regelung zu treffen, die wirksam und durchführbar ist und dem in rechtlich zulässiger Weise am nächsten kommt, was die Parteien mit der unwirksamen oder undurchführbaren Bestimmung wirtschaftlich beabsichtigt haben oder beabsichtigt hätten, wenn sie die Unwirksamkeit oder Undurchführbarkeit bedacht hätten. Entsprechendes gilt, wenn Vertragslücken zu schließen sind.
- 10.7 Der Verschmelzungsvertrag wird nach Beurkundung nach § 61 UmwG zum Handelsregister eingereicht.

## **II.**

### **NOTARHINWEISE**

Der Notar hat die Erschienenen über den weiteren Verfahrensablauf bis zum Wirksamwerden der Verschmelzung, auf den Wirksamkeitszeitpunkt sowie die Rechtsfolgen der Verschmelzung hingewiesen. Insbesondere wies der Notar auf Folgendes hin:

- (1) Der Verschmelzungsvertrag bedarf zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Hauptversammlung des übernehmenden Rechtsträgers, wenn dies eine Minderheit von Aktionären mit einer Kapitalbeteiligung von mindestens 5 % verlangt (§ 62 Abs 2 Satz 1 UmwG).
- (2) Die Verschmelzung wird erst wirksam, nachdem sie im Handelsregister des übernehmenden Rechtsträgers eingetragen worden ist. Die Eintragung kann erst erfolgen, wenn die Verschmelzung beim übertragenden Rechtsträger eingetragen wurde und dort die Eintragung des Übertragungsbeschlusses mit dem Vermerk erfolgt ist, dass dieser erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung im Register des Sitzes des übernehmenden Rechtsträgers wirksam wird.
- (3) Mit Wirksamwerden der Verschmelzung haftet der übernehmende Rechtsträger für alle Verbindlichkeiten des übertragenden Rechtsträgers, die im Zeitpunkt der Verschmelzung begründet waren. Gläubigern der beteiligten Rechtsträger ist auf Anmeldung und

Glaubhaftmachung ihrer Forderung hin nach Maßgabe des § 22 UmwG Sicherheit zu leisten.

- (4) Die Gesellschafterlisten von Gesellschaften in der Rechtsform einer GmbH, an denen die BVH beteiligt ist, sind zu berichtigen.
- (5) Der Notar übernimmt keine Steuerberatung und haftet nicht für steuerliche Folgen.

### **III.**

#### **VOLLMACHT**

Die Erschienenen bevollmächtigen hiermit die Notariatsmitarbeiter

Michael Bertram, Carolin Kirsch, Isabelle Jacobs, Mariana Riwaldt,  
Simone Koch, Melanie Schmidt und Daniela Fitschen,  
sämtlich Anschrift: Bergstraße 11, 20095 Hamburg,

und zwar jeder für sich allein, auch über den Tod des Vollmachtgebers hinaus, ohne jede persönliche Haftung, sämtliche Erklärungen und Rechtshandlungen vorzunehmen, die für den Vollzug des Verschmelzungsvertrages und des damit im Zusammenhang stehenden Übertragungsbeschlusses erforderlich oder zweckdienlich sind. Die Vollmacht ist jederzeit widerruflich; sie endet mit Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister des beteiligten Gesellschaften. Jeder Bevollmächtigte ist von den Beschränkungen des § 181 BGB befreit.

Diese Niederschrift wurde den Erschienenen vom Notar vorgelesen, von ihnen genehmigt und von ihnen und vom Notar eigenhändig, wie folgt, unterschrieben, die Anlage (Aktienregister) wurde von den Erschienenen gemäß § 14 BeurkG unter Verzicht auf das Verlesen auf jeder Seite unterzeichnet:

gez. Achim Plate

gez. Cornelia Abramzik

gez. Stefan Mayerhofer

gez. Alexander Gröbner

L.S. not.      gez. Dr. Pfeifer, Notar

# Anlage

id_aktionaer	Aktienr.-Nr.	Vorname	Nachname	PLZ	Ort	Gattung	Aktienbestand	Anzahl Stücke	Stückelung	Aktie-von	Aktie-bis	Datum Anlage	Datum Bewegung
--------------	--------------	---------	----------	-----	-----	---------	---------------	---------------	------------	-----------	-----------	--------------	----------------

Aus datenschutzrechtlichen Gründen werden die Angaben zu den übrigen Aktionären geschwärzt!

2022000006	2022000006	Vermögensberatung für private Kunde	Bayerische Vermögen AG	80333	München	STÄEMME	531	233	1	210017	210249	21.03.2022	21.03.2022
2022000006	2022000006	Vermögensberatung für private Kunde	Bayerische Vermögen AG	80333	München	STÄEMME	531	166	1	216893	217058	21.03.2022	21.03.2022
2022000006	2022000006	Vermögensberatung für private Kunde	Bayerische Vermögen AG	80333	München	STÄEMME	531	66	1	229436	229501	21.03.2022	21.03.2022
2022000006	2022000006	Vermögensberatung für private Kunde	Bayerische Vermögen AG	80333	München	STÄEMME	531	66	1	232076	232141	21.03.2022	21.03.2022
2022000008	2022000008		Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STÄEMME	248594	37225	1		1	37225	05.04.2022
2022000008	2022000008		Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STÄEMME	248594	18557	1	37226	55782	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008		Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STÄEMME	248594	14086	1	53783	69868	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008		Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STÄEMME	248594	10284	1	69869	80152	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008		Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STÄEMME	248594	2154	1	80153	82306	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008		Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STÄEMME	248594	4327	1	82307	86633	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008		Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STÄEMME	248594	3826	1	86634	90459	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008		Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STÄEMME	248594	3466	1	90460	93925	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008		Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STÄEMME	248594	2946	1	93926	96871	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008		Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STÄEMME	248594	2530	1	96872	99401	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008		Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STÄEMME	248594	2695	1	99402	102096	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008		Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STÄEMME	248594	2400	1	102097	104496	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008		Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STÄEMME	248594	2266	1	104497	106762	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008		Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STÄEMME	248594	2193	1	106763	108955	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008		Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STÄEMME	248594	2181	1	108956	111136	05.04.2022	05.04.2022

2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1493	1	111137	112629	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	2079	1	112630	114708	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	2011	1	114709	116719	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	2000	1	116720	118719	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1866	1	118720	120585	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1810	1	120586	122395	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	4407	1	122396	126802	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1681	1	126803	128483	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1540	1	128484	130023	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1400	1	130024	131423	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1919	1	131424	133342	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1439	1	133343	134781	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1428	1	134782	136209	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	2290	1	136210	138499	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1386	1	138500	139885	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1332	1	139886	141217	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1235	1	141218	142452	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1207	1	142453	143659	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	2070	1	143660	145729	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1153	1	145730	146882	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1108	1	146883	147990	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1106	1	147991	149096	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1091	1	149097	150187	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1091	1	150188	151278	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1066	1	151279	152344	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1066	1	152345	153410	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1066	1	153411	154476	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1910	1	155117	157426	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1000	1	157427	158426	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1000	1	158427	159426	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	962	1	159427	160388	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	1133	1	160389	161321	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	933	1	161322	162454	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	906	1	162455	163360	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	872	1	163361	164232	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	872	1	164233	165104	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	866	1	165105	165976	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	860	1	165977	166842	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	852	1	166843	167702	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	846	1	167703	168554	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	845	1	168555	169400	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	838	1	169401	170245	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	808	1	170246	171083	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	808	1	171084	171891	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	806	1	171892	172699	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	806	1	172700	173505	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	804	1	173506	174309	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	799	1	174310	175108	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	785	1	175109	175893	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	785	1	175894	176678	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	770	1	176679	177448	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	759	1	177449	178207	05.04.2022	05.04.2022

2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	760	1	178208	178967	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	747	1	178968	179714	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	733	1	179715	180447	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	726	1	180448	181179	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	711	1	181174	181884	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	705	1	181885	182589	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	693	1	182590	183282	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	693	1	183283	183975	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	693	1	183976	184668	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	693	1	184669	185361	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	692	1	185362	186053	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	693	1	186054	186746	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	693	1	186747	187439	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	673	1	187440	188112	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	666	1	188113	188778	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	666	1	188779	189444	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	666	1	189445	190110	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	666	1	190111	190776	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	666	1	190777	191442	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	606	1	191443	192048	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	559	1	192049	192607	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	546	1	192608	193153	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	532	1	193154	193685	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	533	1	193686	194218	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	491	1	194219	194709	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	491	1	194710	195200	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	470	1	195201	195670	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	467	1	195671	196137	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	452	1	196138	196589	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	224	1	196590	196813	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	225	1	196814	197038	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	435	1	197039	197473	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	435	1	197474	197908	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	423	1	197909	198331	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	400	1	198332	198731	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	400	1	198732	199131	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	400	1	199132	199531	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	399	1	199932	200330	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	444	1	200331	200774	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	377	1	200775	201151	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	363	1	201152	201514	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	353	1	201515	201867	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	346	1	201868	202219	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	340	1	202214	202553	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	340	1	202554	202893	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	339	1	202894	203232	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	336	1	203233	203568	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	336	1	203569	203904	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	333	1	203905	204237	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	333	1	204238	204570	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	332	1	204571	204902	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEEMME	248594	333	1	204903	205235	05.04.2022	05.04.2022

2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	333	1	205236	205568	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	333	1	205569	205901	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	333	1	205902	206234	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	320	1	206235	206554	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	306	1	206555	206860	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	303	1	206861	207163	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	300	1	207164	207463	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	296	1	207464	207759	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	762	1	207760	208521	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	266	1	208522	208787	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	266	1	208788	209053	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	266	1	209054	209319	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	232	1	209320	209551	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	233	1	209552	209784	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	232	1	209785	210016	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	229	1	210250	210478	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	222	1	210479	210700	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	222	1	210701	210922	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	220	1	210923	211142	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	206	1	211350	211555	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	206	1	211762	211967	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	206	1	211968	212173	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	200	1	212374	212573	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	200	1	212574	212773	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	199	1	212774	212972	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	199	1	212973	213171	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	200	1	213172	213371	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	199	1	213372	213570	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	199	1	213771	213969	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	200	1	213970	214169	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	196	1	214170	214365	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	186	1	214366	214551	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	173	1	214728	214900	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	166	1	214901	215066	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	166	1	215067	215232	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	166	1	215399	215564	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	166	1	215565	215730	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	166	1	215731	215896	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	166	1	215897	216062	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	332	1	216063	216394	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	166	1	216395	216560	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	166	1	216561	216726	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	166	1	216727	216892	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	158	1	217059	217216	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	155	1	217217	217374	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	153	1	217527	217679	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	153	1	217680	217832	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	147	1	217833	217979	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	143	1	217980	218122	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	140	1	218123	218262	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	140	1	218263	218402	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEMME	248594	140	1	218403	218542	06.04.2022	05.04.2022







2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	66	1	232934	232999	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	60	1	233000	233059	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	59	1	233060	233118	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	53	1	233174	233226	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	53	1	233227	233279	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	46	1	233333	233378	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	46	1	233379	233424	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	33	1	233425	233457	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	33	1	233491	233523	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	33	1	233524	233556	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	33	1	233557	233589	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	33	1	233590	233622	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	33	1	233656	233688	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	33	1	233689	233721	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	33	1	233722	233754	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	30	1	233755	233784	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	26	1	233785	233810	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	26	1	233811	233836	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	27	1	233837	233863	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	26	1	233864	233889	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	22	1	233890	233911	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	22	1	233912	233933	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	22	1	233934	233955	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	22	1	233956	233977	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	22	1	233978	233999	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	20	1	234000	234019	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	1868	1	234020	235887	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	133	1	235888	236020	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	200	1	236021	236220	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	484	1	236221	236906	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	4652	1	236907	241558	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	166	1	241559	241724	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	1297	1	241725	243021	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	140	1	243022	243161	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	66	1	243162	243227	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	148	1	243228	243375	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	148	1	243376	243523	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	100	1	243524	243623	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	666	1	243624	244289	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	66	1	244290	244355	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	828	1	244356	245183	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	828	1	245184	246011	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	206	1	246012	246217	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	207	1	246218	246424	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	207	1	246425	246631	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	207	1	246632	246838	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	3266	1	246839	250104	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	1952	1	250105	252056	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	800	1	252057	252856	05.04.2022	05.04.2022
2022000008	2022000008	Lloyd Fonds AG	20099	Hamburg	STAEHME	248594	800	1	252857	253656	05.04.2022	05.04.2022

253722

München 6.4.2022  
*[Handwritten signature]*

BV Holding AG  
 Hauptstraße 4  
 83308 Trostberg  
*[Handwritten signature]*

---

# 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





<b>Inhaltsverzeichnis</b>	<b>Seite</b>
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

<b>Inhaltsverzeichnis</b>	<b>Seite</b>
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

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

## 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 objektivierter Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich. Bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen i.S.d. IDW S 1 i.d.F. 2008 werden der Typisierung im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person zugrunde gelegt. Hierzu sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativrendite zu treffen.
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. Satzungsmaßiger 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%
<b>Gesamt</b>	<b>253.722</b>	<b>100,0%</b>

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

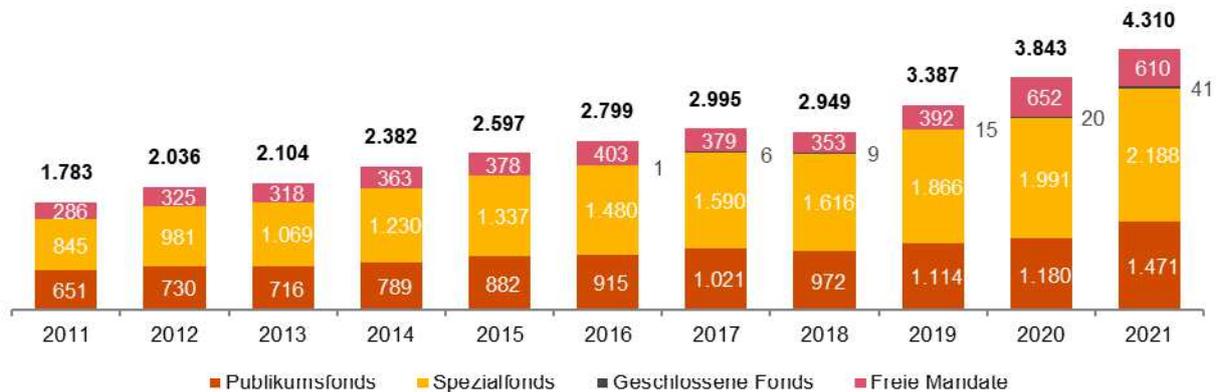
€ in Mio.	AuM zum 31.12.2020		
	Gesamt	Privatkunden	Institutionelle Kunden
1 Merck Finck & Co Privatbankiers	10.255	8.970	1.285
2 Hamburger Sparkasse	9.400	7.400	2.000
3 Wealthcap Kapitalverwaltungs mbH	9.800	7.270	2.530
4 DJE Kapital	14.382	6.040	8.342
5 Warburg Invest Gruppe	37.500	6.000	31.500
6 Metzler 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%.

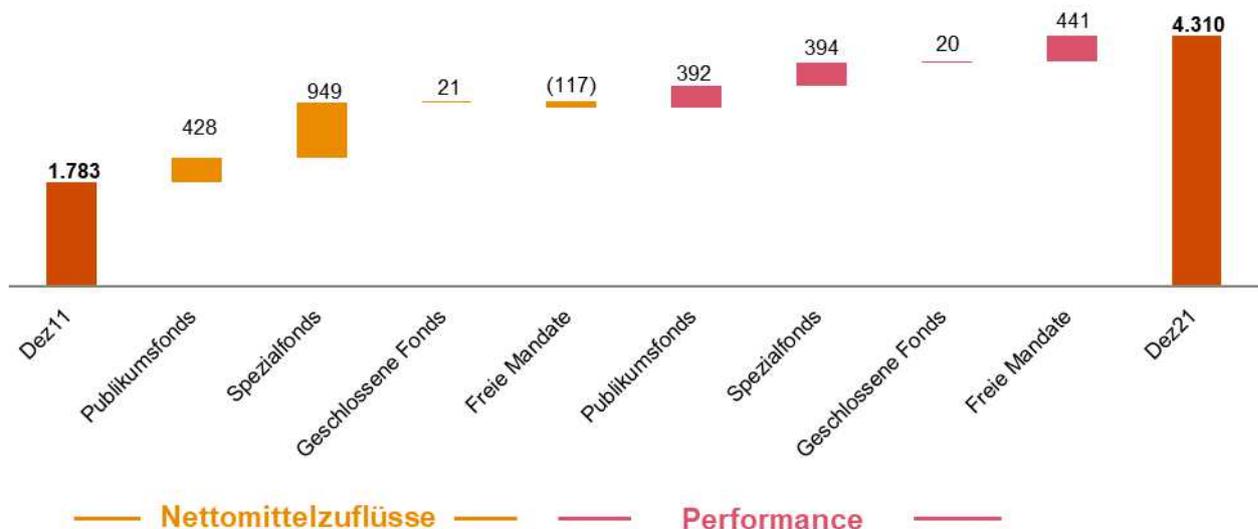
**Entwicklung des Fondsmarkts in Deutschland (€ in Mrd.)**



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.)**



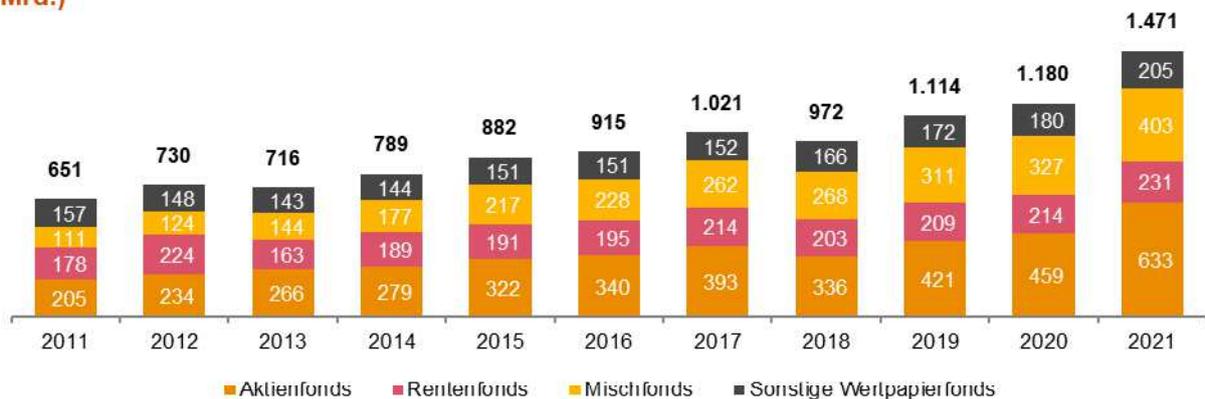
Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.; PwC Analyse

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.

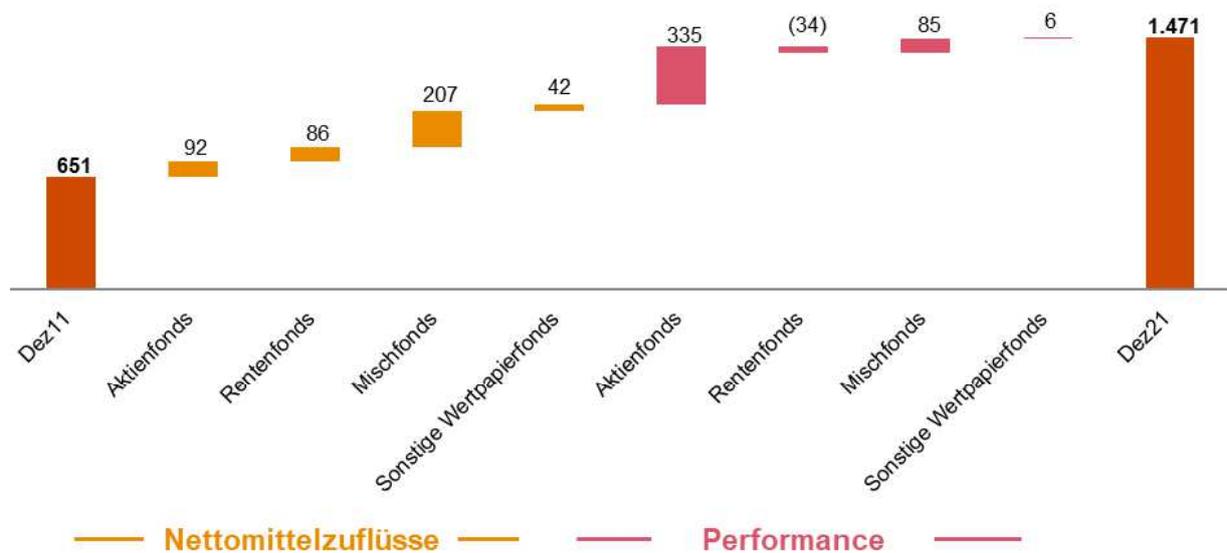
**Entwicklung des Fondsvolumens von Publikumsfonds in Deutschland (€ in Mrd.)**



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.)

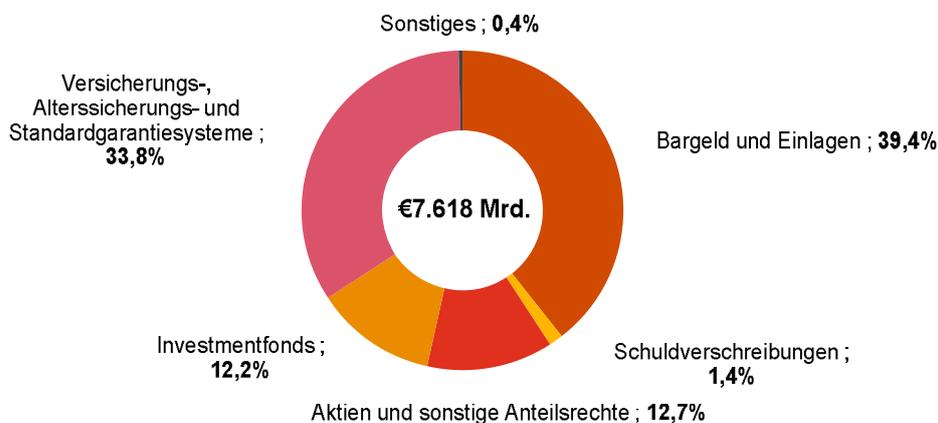


Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.; PwC Analyse

### 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%).

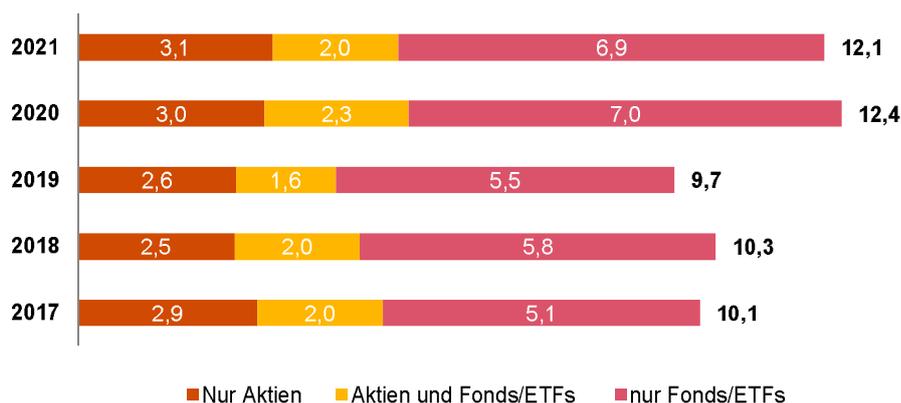
### Geldvermögen privater Haushalte 2021



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%
<b>Aktiva</b>	<b>7.920</b>	<b>100,0%</b>	<b>7.770</b>	<b>100,0%</b>	<b>7.822</b>	<b>100,0%</b>
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%
<b>Passiva</b>	<b>7.920</b>	<b>100,0%</b>	<b>7.770</b>	<b>100,0%</b>	<b>7.822</b>	<b>100,0%</b>

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:

<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit LfL und QoE adjustiert € in Tsd.</b>	<b>BVAG Konzern 2019</b>	<b>BVAG Konzern 2020</b>	<b>BVH Konzern 2021</b>
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit (berichtet)*</b>	<b>522</b>	<b>746</b>	<b>3.047</b>
<b>Like-for-Like Anpassungen</b>			
Zeitanteiliger Ergebnisbeitrag (12/2019)	(23)		
Pro forma Ergebnisbeitrag (Gesamtjahr 2019)	54		
PPA Abschreibungen (2019 zeitanteilig)	0	8	
<b>BVG</b>	<b>32</b>	<b>8</b>	<b>-</b>
PPA Abschreibungen	158	158	
<b>MFI</b>	<b>158</b>	<b>158</b>	<b>-</b>
At-Equity Beteiligungsertrag (49.0% Anteile)	(38)		
Pro forma Ergebnisbeitrag (100% Anteile)	251		
PPA Abschreibungen		212	
<b>MC</b>	<b>212</b>	<b>212</b>	<b>-</b>
Zeitanteiliger Ergebnisbeitrag Filiale Altötting (DB 2)	(98)		
<b>Filiale Altötting</b>	<b>(98)</b>		
Zeitanteiliger Ergebnisbeitrag (bis 08/2019)	5		
Zeitanteilige PPA Abschreibungen (bis 08/2019)	3		
<b>Aurecon</b>	<b>8</b>		
Ergebnisbeitrag Trostberg (DB 2)			94
Ergebnisbeitrag Holzkirchen (DB 2)			158
Ergebnisbeitrag Frammersbach (DB 2)			136
Personalaufwand Zentraldienstleistungen			(399)
<b>Ergebnisbeitrag Standorte abzgl. Zentraldienstleistungen</b>			<b>(11)</b>
<b>LfL Anpassungen gesamt</b>	<b>312</b>	<b>377</b>	<b>(11)</b>
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit (LfL adj.)</b>	<b>834</b>	<b>1.123</b>	<b>3.036</b>
<b>Einmal- und Sondereffekte (QoE)</b>			
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
<b>Einmal- und Sondereffekte gesamt</b>	<b>203</b>	<b>(30)</b>	<b>85</b>
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit (LfL und QoE adj.)</b>	<b>1.037</b>	<b>1.093</b>	<b>3.121</b>

\*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:

<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b> <b>Ist-Zahlen LfL und QoE adj.</b> <b>€ in Tsd.</b>	<b>BVAG</b> <b>Konzern</b> <b>2019</b>	<b>BVAG</b> <b>Konzern</b> <b>2020</b>	<b>BVH</b> <b>Konzern</b> <b>2021</b>	<b>CAGR</b> <b>19-21</b>
Finanzergebnis	41	8	(4)	
<b>Provisionsergebnis</b>	<b>7.988</b>	<b>7.350</b>	<b>9.177</b>	<b>7,2%</b>
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%
<b>Gesamterträge</b>	<b>8.329</b>	<b>7.623</b>	<b>9.268</b>	<b>5,5%</b>
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	-	-	
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>	<b>1.037</b>	<b>1.093</b>	<b>3.121</b>	<b>73,5%</b>
<b>Ergebnismarge (in % der Gesamterträge)</b>	<b>12,4%</b>	<b>14,3%</b>	<b>33,7%</b>	
<b>Durchschnittliche Assets under Management</b>				
Vermögensverwaltung (BVG)	707.143	723.225	793.356	
Fonds (MFI)	1.627.169	1.602.118	1.672.061	
<b>Summe</b>	<b>2.334.312</b>	<b>2.325.344</b>	<b>2.465.418</b>	
<b>in % der Assets under Management</b>				
Personalaufwendungen	0,21%	0,19%	0,19%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,10%	0,08%	0,05%	
Abschreibungen	0,00%	0,00%	0,00%	
<b>Summe</b>	<b>0,31%</b>	<b>0,28%</b>	<b>0,25%</b>	

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.

<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b> <b>Ist-Zahlen LfL und QoE adj.</b> <b>€ in Tsd.</b>	<b>BVH</b> <b>Konzern</b> <b>2021</b>	<b>FC</b> <b>2022</b>	<b>Plan</b> <b>2023</b>	<b>Plan</b> <b>2024</b>	<b>Plan</b> <b>2025</b>	<b>Plan</b> <b>2026</b>	<b>CAGR</b> <b>21-26</b>
Finanzergebnis	(4)	-	-	-	-	-	
<b>Provisionsergebnis</b>	<b>9.177</b>	<b>8.530</b>	<b>9.524</b>	<b>10.335</b>	<b>11.152</b>	<b>12.008</b>	<b>5,5%</b>
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%
<b>Gesamterträge</b>	<b>9.268</b>	<b>8.688</b>	<b>9.690</b>	<b>10.509</b>	<b>11.334</b>	<b>12.200</b>	<b>5,7%</b>
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	-	-	-	-	-	-	
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>	<b>3.121</b>	<b>2.058</b>	<b>2.233</b>	<b>2.669</b>	<b>3.182</b>	<b>3.820</b>	<b>4,1%</b>
<b>Ergebnismarge (in % der Gesamterträge)</b>	<b>33,7%</b>	<b>23,7%</b>	<b>23,0%</b>	<b>25,4%</b>	<b>28,1%</b>	<b>31,3%</b>	
<b>Durchschnittliche Assets under Management</b>							
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	
<b>Summe</b>	<b>2.465.418</b>	<b>2.558.786</b>	<b>2.764.834</b>	<b>2.992.094</b>	<b>3.229.666</b>	<b>3.478.028</b>	
<b>in % der Assets under Management</b>							
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%	
<b>Summe</b>	<b>0,25%</b>	<b>0,26%</b>	<b>0,27%</b>	<b>0,26%</b>	<b>0,25%</b>	<b>0,24%</b>	

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

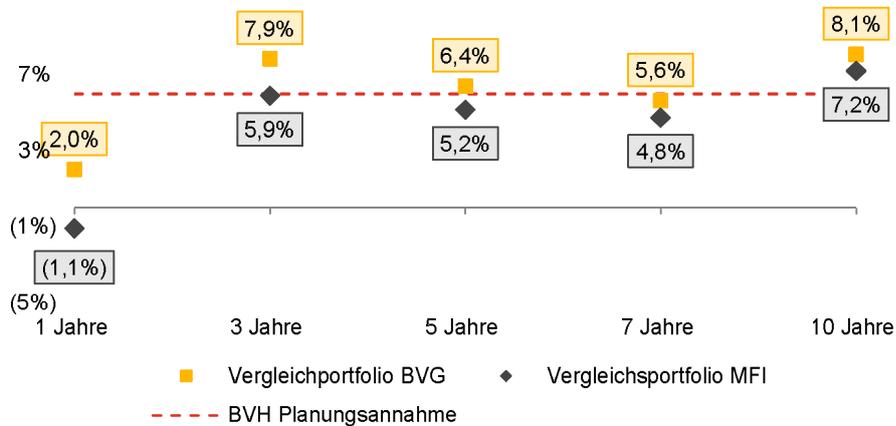
Stichtag - 31.12.2021	10 Jahre	20 Jahre	BVH
Vergleichportfolio BVG	3,0%	2,2%	2,6%
Vergleichsportfolio MFI	3,5%	2,5%	3,7%

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.

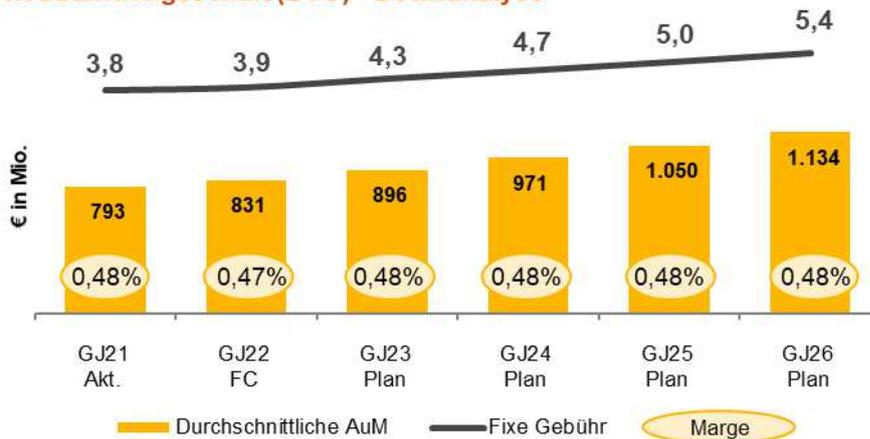
### Plausibilisierung erwarteter Renditen



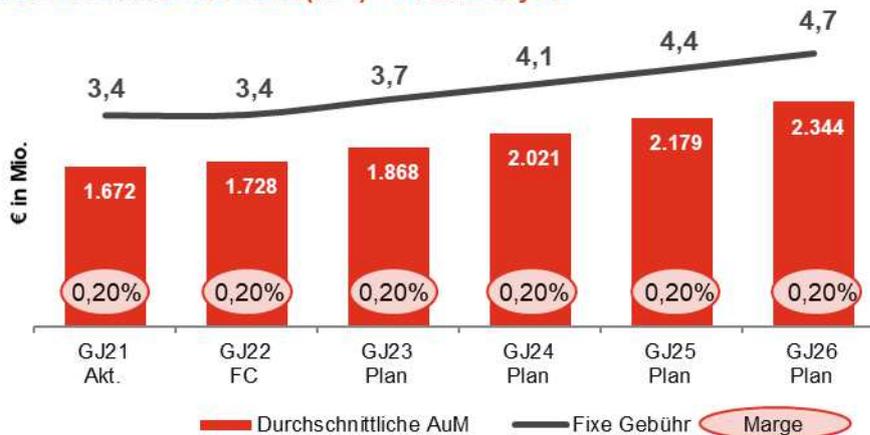
Quelle: Bloomberg, PwC Analyse auf Basis der von der BVH zur Verfügung gestellten Verteilung der Anlageklassen

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



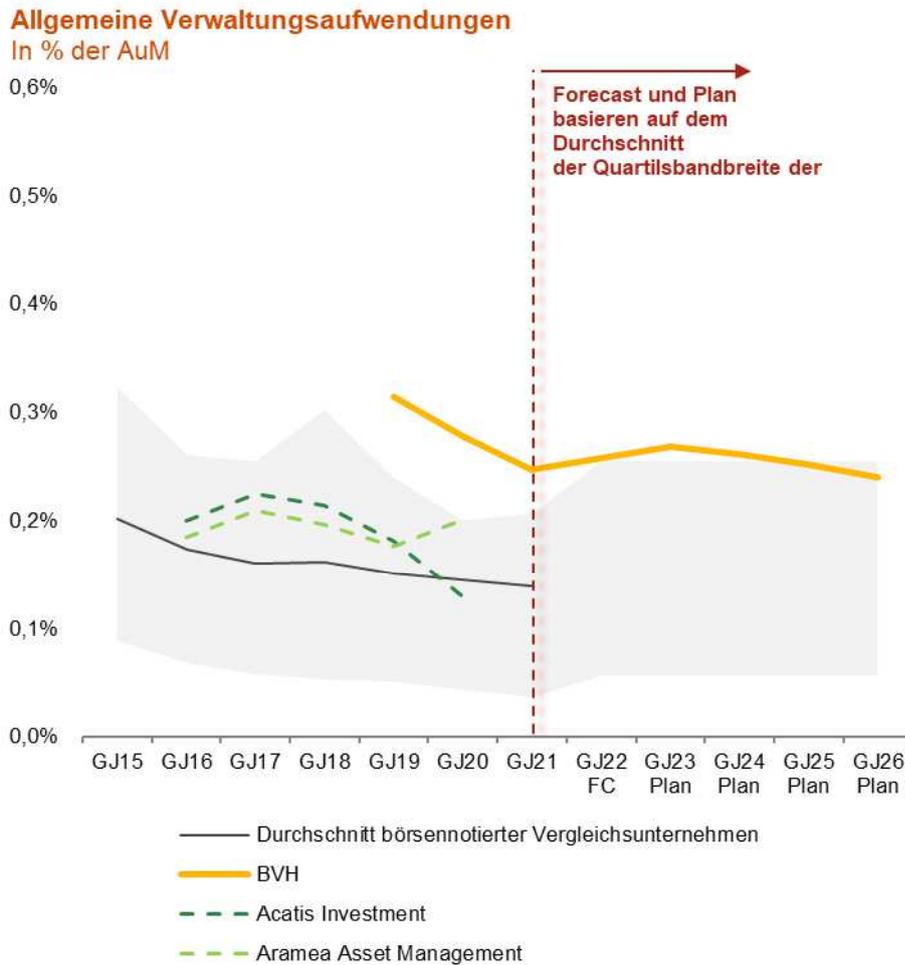
Quelle: PwC Analyse auf Basis der Management Planung

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.



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 Rentenpapieren 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.

<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b> <b>€ in Tsd.</b>	<b>FC</b> <b>2022</b>	<b>Plan</b> <b>2023</b>	<b>Plan</b> <b>2024</b>	<b>Plan</b> <b>2025</b>	<b>Plan</b> <b>2026</b>	<b>Ewige Rente</b> <b>ab 2027</b>
Gesamterträge	8.688	9.690	10.509	11.334	12.200	10.484
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>	<b>2.058</b>	<b>2.233</b>	<b>2.669</b>	<b>3.182</b>	<b>3.820</b>	<b>2.663</b>
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)
<b>Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)</b>	<b>2.058</b>	<b>2.233</b>	<b>2.669</b>	<b>3.182</b>	<b>3.820</b>	<b>2.663</b>
Zinsergebnis	-	-	-	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>2.058</b>	<b>2.233</b>	<b>2.669</b>	<b>3.182</b>	<b>3.820</b>	<b>2.663</b>
Unternehmenssteuern	(577)	(736)	(880)	(1.049)	(1.260)	(878)
<b>Ergebnis nach Unternehmenssteuern</b>	<b>1.482</b>	<b>1.496</b>	<b>1.789</b>	<b>2.132</b>	<b>2.560</b>	<b>1.785</b>
Thesaurierung	-	-	-	-	-	(892)
<b>Ausschüttung</b>	<b>1.482</b>	<b>1.496</b>	<b>1.789</b>	<b>2.132</b>	<b>2.560</b>	<b>892</b>
Persönliche Ertragsteuern	(391)	(395)	(472)	(562)	(675)	(235)
<b>Ausschüttung (Nach ESt)</b>	<b>1.091</b>	<b>1.102</b>	<b>1.317</b>	<b>1.570</b>	<b>1.885</b>	<b>657</b>
Fiktive Zurechnung von Thesaurierung	-	-	-	-	-	892
Persönliche Ertragsteuer auf fiktive Zurechnung	-	-	-	-	-	(118)
<b>Zu diskontierende Nettoausschüttung</b>	<b>1.091</b>	<b>1.102</b>	<b>1.317</b>	<b>1.570</b>	<b>1.885</b>	<b>1.432</b>

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
<b>Durchschnitt</b>				<b>1,4</b>	<b>1,2</b>
<b>Median</b>				<b>1,4</b>	<b>1,2</b>

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:

<b>Eigenkapitalkosten</b>	<b>Plan 2022</b>	<b>Plan 2023</b>	<b>Plan 2024</b>	<b>Plan 2025</b>	<b>Plan 2026</b>	<b>Ewige Rente ab 2027</b>
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%
<b>Risikofreier Zinssatz nach persönlichen Ertragsteuern</b>	<b>0,74%</b>	<b>0,74%</b>	<b>0,74%</b>	<b>0,74%</b>	<b>0,74%</b>	<b>0,74%</b>
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
<b>Risikozuschlag</b>	<b>7,48%</b>	<b>7,48%</b>	<b>7,48%</b>	<b>7,48%</b>	<b>7,48%</b>	<b>7,48%</b>
Wachstumsabschlag (ewige Rente)						-0,87%
<b>Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern</b>	<b>8,21%</b>	<b>8,21%</b>	<b>8,21%</b>	<b>8,21%</b>	<b>8,21%</b>	<b>7,34%</b>

Quelle: PwCAnalyse

#### 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:

<b>Ertragswertermittlung € in Tsd.</b>	<b>FC 2022</b>	<b>Plan 2023</b>	<b>Plan 2024</b>	<b>Plan 2025</b>	<b>Plan 2026</b>	<b>Ewige Rente ab 2027</b>
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
<b>Barwert</b>	<b>1.008</b>	<b>941</b>	<b>1.039</b>	<b>1.145</b>	<b>1.270</b>	<b>13.139</b>
<b>Ertragswert zum 31. Dezember 2021</b>	<b>18.543</b>					
Aufzinsungsfaktor	1,05					
<b>Ertragswert zum 25. Juli 2022</b>	<b>19.388</b>					
Ausschüttungsfähige Liquidität	3.000					
<b>Unternehmenswert der BVH Gruppe</b>	<b>22.388</b>					

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
<b>Barwert</b>	<b>276</b>	<b>282</b>	<b>286</b>	<b>292</b>
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			
<b>Kaufpreis SAM</b>	<b>3.999</b>			

Quelle: Letter of Intent; PwC Analyse

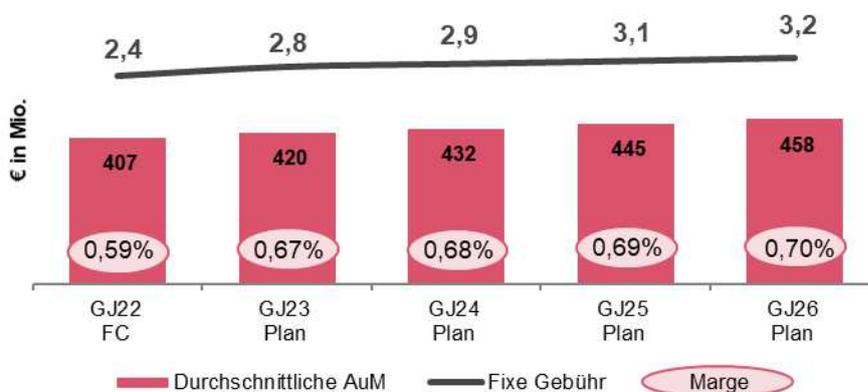
205. Nachfolgend ist die uns vom Management der BVH vorgelegte aktuelle Planungsrechnung der SAM für die Geschäftsjahre 2022 bis 2026 dargestellt.
206. Diese basiert auskunftsgemäß auf der von der Verkäuferseite im Rahmen des Transaktionsprozesses zur Verfügung gestellten Unternehmensplanung, die durch 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
<b>Provisionsergebnis</b>	<b>1.622</b>	<b>1.795</b>	<b>1.896</b>	<b>2.002</b>	<b>2.114</b>	<b>6,9%</b>
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
<b>Gesamterträge</b>	<b>1.622</b>	<b>1.795</b>	<b>1.896</b>	<b>2.002</b>	<b>2.114</b>	<b>6,9%</b>
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%
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>	<b>604</b>	<b>635</b>	<b>694</b>	<b>757</b>	<b>824</b>	<b>8,1%</b>
<b>Ergebnismarge (in % der Gesamterträge)</b>	<b>37,2%</b>	<b>35,4%</b>	<b>36,6%</b>	<b>37,8%</b>	<b>39,0%</b>	
<b>Durchschnittliche Assets under Management</b>						
Vermögensverwaltung (SAM)	406.608	419.543	431.956	444.848	458.241	
<b>in % der Assets under Management</b>						
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%	
<b>Summe</b>	<b>0,25%</b>	<b>0,28%</b>	<b>0,28%</b>	<b>0,28%</b>	<b>0,28%</b>	

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



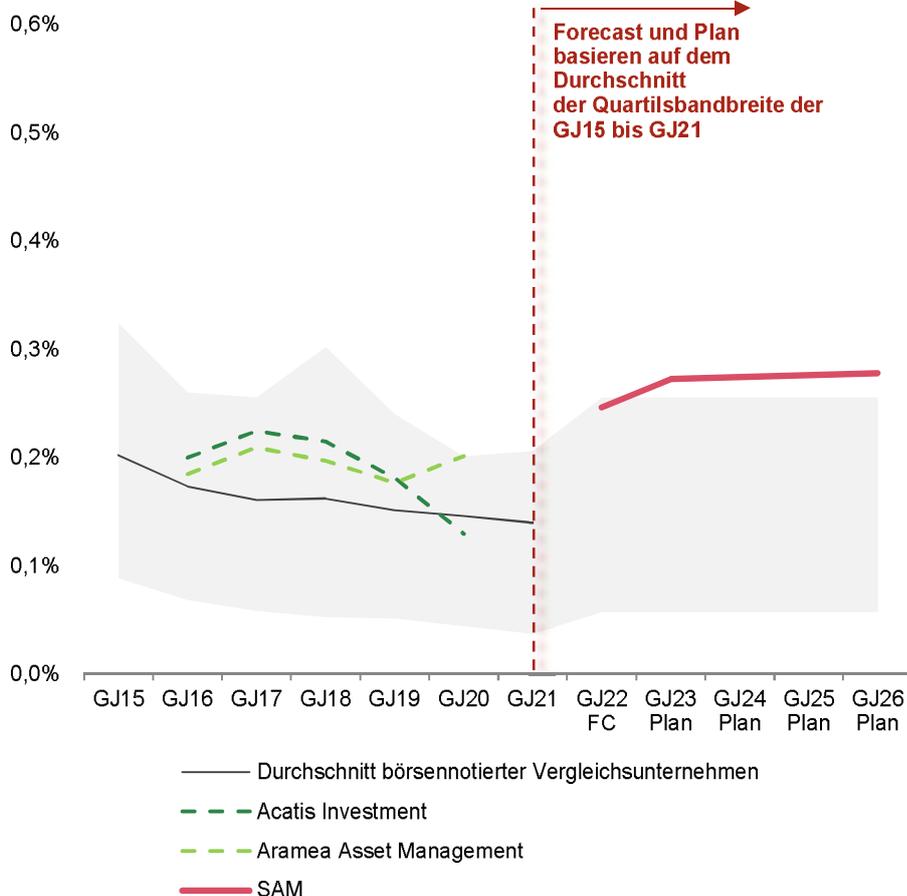
Quelle: PwC Analyse auf Basis der Management Planung

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.

<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b> € in Tsd.	<b>FC</b> <b>2022</b>	<b>Plan</b> <b>2023</b>	<b>Plan</b> <b>2024</b>	<b>Plan</b> <b>2025</b>	<b>Plan</b> <b>2026</b>	<b>Ewige Rente</b> <b>ab 2027</b>
Gesamterträge	1.622	1.795	1.896	2.002	2.114	1.886
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>	<b>604</b>	<b>635</b>	<b>694</b>	<b>757</b>	<b>824</b>	<b>690</b>
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)
<b>Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)</b>	<b>604</b>	<b>635</b>	<b>694</b>	<b>757</b>	<b>824</b>	<b>690</b>
Zinsergebnis	-	-	-	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>604</b>	<b>635</b>	<b>694</b>	<b>757</b>	<b>824</b>	<b>690</b>
Unternehmenssteuern	(199)	(209)	(229)	(250)	(272)	(228)
<b>Ergebnis nach Unternehmenssteuern</b>	<b>405</b>	<b>426</b>	<b>465</b>	<b>508</b>	<b>552</b>	<b>463</b>
Thesaurierung	-	-	-	-	-	(231)
<b>Ausschüttung</b>	<b>405</b>	<b>426</b>	<b>465</b>	<b>508</b>	<b>552</b>	<b>231</b>
Persönliche Ertragsteuern	(107)	(112)	(123)	(134)	(146)	(61)
<b>Ausschüttung (Nach ESt)</b>	<b>298</b>	<b>313</b>	<b>343</b>	<b>374</b>	<b>407</b>	<b>170</b>
Fiktive Zurechnung von Thesaurierung	-	-	-	-	-	231
Persönliche Ertragsteuer auf fiktive Zurechnung	-	-	-	-	-	(31)
<b>Zu diskontierende Nettoausschüttung</b>	<b>298</b>	<b>313</b>	<b>343</b>	<b>374</b>	<b>407</b>	<b>371</b>

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.

<b>Ertragswertermittlung € in Tsd.</b>	<b>FC 2022</b>	<b>Plan 2023</b>	<b>Plan 2024</b>	<b>Plan 2025</b>	<b>Plan 2026</b>	<b>Ewige Rente ab 2027</b>
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
<b>Barwert</b>	<b>275</b>	<b>268</b>	<b>270</b>	<b>273</b>	<b>274</b>	<b>3.407</b>
<b>Ertragswert zum 31. Dezember 2021</b>	<b>4.767</b>					
Aufzinsungsfaktor	1,05					
<b>Ertragswert zum 25. Juli 2022</b>	<b>4.984</b>					
Kaufpreis für 100% der Anteile an der SAM	(3.999)					
<b>Kapitalwert SAM (Sonderwert)</b>	<b>985</b>					

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.

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

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

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
<b>Durchschnitt</b>	<b>8,9x</b>	<b>8,4x</b>	<b>7,7x</b>
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
<b>Durchschnitt</b>	<b>9,7x</b>	<b>9,2x</b>	<b>8,6x</b>
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
<b>Durchschnitt</b>	<b>8,9x</b>	<b>8,4x</b>	<b>7,7x</b>
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
<b>Durchschnitt</b>	<b>18.284</b>	<b>18.734</b>	<b>20.585</b>
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
<b>Durchschnitt</b>	<b>22.269</b>	<b>22.719</b>	<b>24.571</b>
3. Quartil	28.456	28.554	28.010

Unternehmen	Multiplikatoren - KGV		
	2022	2023	2024
1. Quartil	6,8x	6,7x	6,9x
<b>Durchschnitt</b>	<b>9,7x</b>	<b>9,2x</b>	<b>8,6x</b>
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
<b>Durchschnitt</b>	<b>14.422</b>	<b>13.756</b>	<b>15.317</b>
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
<b>Durchschnitt</b>	<b>18.408</b>	<b>17.742</b>	<b>19.302</b>
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:

<b>Basiszins:</b>	<b>Wert je Aktie</b>
0,8 %	€94,02
0,9 %	€93,06
<b>1,00 %</b>	<b>€92,12</b>
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 I un 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 Berichtsaufertigungen. Weitere Aufertigungen 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, so 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, Kapitalverkehrssteuer, 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 Verbraucherstreitbeilegungsgesetzes teilzunehmen.

#### 15. Anzuwendendes Recht

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

# Allgemeine Auftragsbedingungen

## für

### Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

Anlage 4

#### 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. unrechtmäßiger 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 aufeinanderfolgendes 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, Kapitalverkehrssteuer, Grunderwerbsteuer,
- b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

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

## 12. Elektronische Kommunikation

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

## 13. Vergütung

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

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

## 14. Streitschlichtungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an Streitbeilegungsverfahren 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.