

**Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der
Barabfindung anlässlich der beabsichtigten
Beschlussfassung zur Übertragung der Aktien der
Minderheitsaktionäre der
BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien Aktiengesellschaft,
Ingolstadt,
auf die
VIB Vermögen AG,
Neuburg a.d. Donau,
gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG,
§ 327c Abs. 2 Satz 2 AktG**

INHALTSVERZEICHNIS

A.	AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG	1
B.	GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG GEMÄß § 62 ABS. 5 SATZ 8 UMWG I.V.M. § 327C ABS. 2 SATZ 2 AKTG	6
C.	PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG	8
I.	Angaben zur Ermittlung der Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 4 AktG, 293e AktG	8
1.	Vorbemerkungen	8
2.	Angemessenheit der angewandten Bewertungsmethode	8
2.1.	DCF-Verfahren	8
2.2.	Liquidationswert	10
2.3.	Substanzwert	10
2.4.	Net Asset Value	10
2.5.	Vergleichsorientierte Bewertung	12
2.6.	Börsenkurs	12
2.7.	Ergebnisabführungsvertrag	14
3.	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	15
II.	Prüfungsfeststellungen im Einzelnen	16
1.	Bewertungsobjekt und Bewertungsstichtag	16
1.1.	Rechtliche Grundlagen	16
1.2.	Steuerliche Verhältnisse	18
1.3.	Wirtschaftliche Grundlagen	19
1.4.	Bewertungsstichtag	38
2.	Ermittlung des Unternehmenswertes anhand des DCF-Verfahrens	39
2.1.	Vorgehensweise	39
2.2.	Bewertungsverfahren	39
2.3.	Vergangenheitsbereinigung	40
2.4.	Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse	42
2.5.	Kapitalisierungszinssatz	54
2.6.	DCF-Wert	67
2.7.	Gesondert bewertete Vermögenswerte	67
2.8.	Unternehmenswert und Wert je Aktie	69
2.9.	Sensitivitätsanalyse und Wertbandbreite	70
2.10.	Plausibilisierung des Unternehmenswertes	71
3.	Angemessenheit der Barabfindung	80
3.1.	Börsenkurse	80

3.2. Kapitalisierte Ausgleichszahlung	89
3.3. Festgesetzte Barabfindung	92
D. ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG	94

ANLAGEN

1. Abkürzungsverzeichnis
2. Beschluss des Landgericht München I vom 23. Mai 2024 zur Bestellung von Mazars GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Düsseldorf, zur sachverständigen Prüferin der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293c Abs. 1 AktG
3. Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2024

A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

Die

**VIB Vermögen AG,
Neuburg a.d. Donau**

(im Folgenden auch „VIB Vermögen AG“ oder „Hauptaktionärin“),

als Hauptaktionärin der

BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien Aktiengesellschaft, Ingolstadt
(im Folgenden auch „BBI AG“ oder „Gesellschaft“),

beabsichtigt, eine Verschmelzung durch Aufnahme nach § 2 Nr. 1 UmwG durch Übertragung des Vermögens der BBI AG als Ganzes auf die VIB Vermögen AG durchzuführen.

Darüber hinaus ist beabsichtigt, dass die Hauptversammlung der BBI AG am 13. August 2024 einen Beschluss nach § 62 Abs. 1 und 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a ff. AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der BBI AG auf die VIB Vermögen AG als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer von der VIB Vermögen AG zu zahlenden angemessenen, in dem Übertragungsbeschluss betragsmäßig zu bestimmenden Barabfindung fasst. Vor diesem Hintergrund beabsichtigen die VIB Vermögen AG und die BBI AG, am 27. Juni 2024 einen Vertrag über die Übertragung des Vermögens der BBI AG im Wege der Verschmelzung durch Aufnahme nach § 2 Nr. 1 UmwG auf die VIB Vermögen AG abzuschließen. In diesem Zusammenhang hat die VIB Vermögen AG am 22. Mai 2024 gegenüber der BBI AG erklärt, dass sie den Ausschluss der Minderheitsaktionäre der BBI AG nach § 62 Abs. 1 und Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG (verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out) anstrebt. Der Übertragungsbeschluss soll der ordentlichen Hauptversammlung der BBI AG am 13. August 2024 zur Beschlussfassung vorgelegt werden. Voraussetzung für den verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Out ist, dass der Hauptaktionärin Aktien in Höhe von mindestens 90% des Grundkapitals der BBI AG gehören.

Mit dem Beschluss vom 23. Mai 2024 hat der Vorsitzende Richter der 5. Kammer für Handelsachen beim Landgericht München I für das geplante Verfahren betreffend der Verschmelzung der BBI AG als übertragender Rechtsträger auf die VIB Vermögen AG als übernehmendem Rechtsträger und damit verbunden der Übertragung von Aktien der übrigen Aktionäre gegen Barabfindung die Mazars GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Düsseldorf, zur sachverständigen Prüferin der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293c Abs. 1 AktG bestellt.

Die Mazars GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft wurde mit Wirkung zum 1. Juni 2024 in die Forvis Mazars GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft (im Folgenden „FORVIS MAZARS“), umfirmiert. Die rechtliche Identität wurde durch die Umfirmierung nicht berührt.

Die VIB Vermögen AG hält ausweislich der Depotbestätigung der Raiffeisenlandesbank Oberösterreich Aktiengesellschaft, Linz / Österreich (im Folgenden „Raiffeisenlandesbank“), vom 26. Juni 2024 derzeit unmittelbar 4.933.877 der insgesamt 5.200.000 auf den Inhaber lautenden, nennwertlosen Stückaktien der BBI AG. Das entspricht rd. 94,88% des Grundkapitals der BBI AG. Die BBI AG hält keine eigenen Aktien.

Bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung hat sich der Vorstand der VIB Vermögen AG der sachverständigen Unterstützung durch die PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main (im Folgenden auch „Bewertungsgutachterin“ oder „PwC“), bedient, die hierzu eine gutachtliche Stellungnahme abgegeben hat. Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir in die Bewertungsunterlagen von PwC Einsicht genommen und die Bewertung rechnerisch anhand des Bewertungsmodells von PwC und unseres eigenen Bewertungsmodells nachvollzogen.

Wir haben unsere Prüfung am 6. Juni 2024 aufgenommen und im Wesentlichen im mobilen Arbeiten über Telefon- und Videokonferenzen mit BBI AG und in unserem Büro in Düsseldorf bis zum 26. Juni 2024 durchgeführt. Unsere Prüfung erfolgte zeitlich parallel zu den Arbeiten der Bewertungsgutachterin. Dabei haben wir die Prüfungshandlungen jeweils unmittelbar nach Fertigstellung und Vorlage von Teilergebnissen durch die Bewertungsgutachterin vorgenommen. Unser Prüfungsurteil haben wir unabhängig und eigenverantwortlich gefällt. Wesentliche Punkte wurden im Verlauf der Prüfung eingehend diskutiert. Unterschiedliche Auffassungen mit Einfluss auf das Bewertungsergebnis bestanden nicht.

Für die Prüfung standen insbesondere nachfolgende Unterlagen zur Verfügung:

- Entwurf des Übertragungsbeschlusses,
- Übertragungsbericht der VIB Vermögen AG über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der BBI AG auf die VIB Vermögen AG sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung (im Folgenden auch „Übertragungsbericht“) einschließlich vorangegangener Entwürfe,
- Gutachtliche Stellungnahme der PwC zum Unternehmenswert der BBI AG und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG zum 13. August 2024 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung einschließlich vorangegangener Entwürfe,
- Bewertungsmodell der PwC zur Ermittlung der relevanten Bewertungsparameter und der angemessenen Barabfindung,
- Handelsregisterauszug der BBI AG vom 25. Juni 2024,
- Satzung der BBI AG in der Fassung vom 3. Juli 2023,

- geprüfte und jeweils mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehene Jahresabschlüsse und Lageberichte für die Jahre 2021 bis 2023 der BBI AG der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München,
- Geschäftsberichte der BBI AG für die Jahre 2021, 2022 und 2023,
- ungeprüfte Quartalszahlen der BBI AG zum 31. März 2024,
- Immobiliengutachten der CBRE GmbH, Frankfurt am Main (im Folgenden „CBRE“), zum 1. April 2022 sowie zum 31. Dezember 2023 für das Immobilienvermögen der BBI AG,
- vom Vorstand der BBI AG verabschiedete und vom Aufsichtsrat der BBI AG genehmigte Budgetplanung für das Jahr 2024 sowie Fortschreibung der Planungsrechnung für die Jahre 2025 bis 2033,
- diverse Marktstudien.

Weitere Auskünfte wurden uns im Wesentlichen durch die Vorstände der BBI AG und der VIB Vermögen AG sowie den von ihnen benannten Mitarbeitern erteilt. Darüber hinaus haben wir auf öffentlich zugängliche Informationen sowie Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.

Die als Bewertungsbasis dienenden Unternehmensplanungen sowie Arbeitspapiere zur Bewertung haben wir erhalten, in Gesprächen mit dem Vorstand der BBI AG und den von ihm benannten Auskunftspersonen und der Bewertungsgutachterin im mobilen Arbeiten über Telefon- und Videokonferenzen erörtert und auf ihre Plausibilität überprüft.

Die gutachtliche Stellungnahme von PwC und der Übertragungsbericht der VIB Vermögen AG haben uns vor ihrer Fertigstellung bereits in Form von Entwürfen vorgelegen. Wir haben die Ergebnisse der Bewertung eingehend mit Vertretern von PwC diskutiert. Unsere Arbeiten umfassten insbesondere die Untersuchung der Planungsunterlagen auf ihre Plausibilität. Diese und weitere Prüfungshandlungen, insbesondere das rechnerische Nachvollziehen der Bewertung und die Prüfung der methodischen Konsistenz des Bewertungsmodells, haben wir im mobilen Arbeiten über Telefon- und Videokonferenzen und in unseren Büroräumen in Düsseldorf vorgenommen. Wir haben darüber hinaus eine eigenständige Ermittlung der angemessenen Barabfindung in einem eigenen Bewertungsmodell durchgeführt. Mit diesem Bericht fassen wir das Ergebnis unserer Prüfung zusammen und legen dar, auf Basis welcher einzelnen Prüfungsunterlagen, Analysen und Überlegungen wir zu unserem Prüfungsergebnis gekommen sind.

Alle erbetenen Unterlagen, Auskünfte, Erläuterungen und Informationen sind uns erteilt worden. Die Vorstände der BBI AG und der VIB Vermögen AG haben uns jeweils eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns sämtliche für unsere Prüfung relevanten Informationen und Unterlagen zur Verfügung gestellt worden sind und dass diese nach ihrem besten Wissen und Gewissen richtig und vollständig sind.

Die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Inhalt des Übertragungsberichts liegt bei der Hauptaktionärin.

Bei unserer Prüfung haben wir die Stellungnahme des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW), Düsseldorf, IDW-Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen mit Stand vom 2. April 2008 (IDW S 1 i.d.F. 2008), den IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Dilligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017) sowie die fachlichen Hinweise des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) „Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen“ vom 25. März 2020 und „Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen“ vom 20. März 2022 beachtet.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Konzern- bzw. Jahresabschlüsse oder des Vorstands der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind nicht Gegenstand unserer Prüfung der Barabfindung. Die Übereinstimmung der Jahresabschlüsse der BBI AG mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften ist für die Stichtage 31. Dezember 2021, 2022 und 2023 vom Abschlussprüfer uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahresabschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir insofern von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 26. Juni 2024 und dem Zeitpunkt der beabsichtigten Beschlussfassung der Hauptversammlung der BBI AG am 13. August 2024 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf die Bemessung der Barabfindung auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.

Dieser Prüfungsbericht wurde im Zusammenhang mit dem beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre der BBI AG gegen angemessene Barabfindung erstellt und darf ausschließlich für diese Zwecke verwendet werden. Die zulässige Verwendung durch die VIB Vermögen AG und die BBI AG umfasst insbesondere die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlussfassenden Hauptversammlung der BBI AG einschließlich dessen Veröffentlichung auf den Internetseiten der BBI AG, Versendung an die Aktionäre auf Verlangen und der Auslage im Vorfeld sowie in der beschlussfassenden Hauptversammlung, im Vorfeld der über die Verschmelzung beschlussfassenden Hauptversammlung der VIB Vermögen AG einschließlich dessen Veröffentlichung auf den Internetseiten der VIB Vermögen AG, Versendung an die Aktionäre auf Verlangen und der Auslage im Vorfeld sowie in der über die Verschmelzung beschlussfassenden Hauptversammlung der VIB Vermögen AG, die Entscheidung über die Beschlussvorschläge an die Hauptversammlung der BBI AG und eigene Bewertungen sowie die Vorlage bei den jeweils zuständigen Gerichten. Er ist nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für andere als die zuvor genannten Zwecke bestimmt. Ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung darf dieser außerhalb der vorgesehenen Zwecke nicht an Dritte weitergegeben werden.

Für die Durchführung unseres Auftrags und unserer Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage 3 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024 maßgebend.

Wir weisen darauf hin, dass in den nachfolgend dargestellten Berechnungen nicht alle Nachkommastellen ausgewiesen sind. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgen, kann die Addition oder Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den ausgewiesenen Zwischen- und Gesamtsummen führen.

B. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG GEMÄß § 62 ABS. 5 SATZ 8 UMWG I.V.M. § 327C ABS. 2 SATZ 2 AKTG

Der Gegenstand und der Umfang unserer Prüfung ergeben sich aus den § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG und § 293e AktG. Als Prüfungsgegenstand bezeichnet § 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 Methoden angemessen ist,
- welche Barabfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der festgelegten Barabfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung des Unternehmens aufgetreten sind.

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. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir über die vorgenannten Prüfungshandlungen hinaus eine eigenständige Ermittlung der angemessenen Barabfindung durch Abbildung sämtlicher Bestimmungsgrößen in einem eigenen Bewertungsmodell durchgeführt.

Bei der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung für Anteile an einer börsennotierten Gesellschaft darf nach der höchststrichterlichen Rechtsprechung der Börsenkurs als Verkehrswert der Aktie nicht außer Betracht bleiben. Ob der Börsenkurs tatsächlich den Verkehrswert der jeweiligen Aktie widerspiegelt, ist im Einzelfall zu prüfen.

Gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin der beschlussfassenden Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der außenstehenden Aktionäre auf die Hauptaktionärin dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (Übertragungsbericht). Die Vollständigkeit und Richtigkeit des Übertragungsberichts waren, ebenso wie die Zweckmäßigkeit des Squeeze-Out, nicht Gegenstand unserer Prüfung. Soweit der Übertragungsbericht 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.

C. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

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

1. Vorbemerkungen

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 VIB Vermögen AG. Die entsprechenden Erläuterungen zu den angewandten Grundsätzen und Methoden sind im Übertragungsbericht der VIB Vermögen AG enthalten.

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 Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf den Abschnitt C.II.

2.1. DCF-Verfahren

Die Barabfindung wurde aus einem objektivierten Unternehmenswert abgeleitet. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiven nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner bei 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.

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 (im Folgenden „DCF-Verfahren“) ermittelt werden. Beide Bewertungsverfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Finanzierungsannahmen und damit identischen Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) fußen.

Im vorliegenden Fall wurde zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung eine DCF-Bewertung nach IDW S 1 i.d.F. 2008 durchgeführt.

Bei der Anwendung des DCF-Verfahrens wird zunächst der Barwert der zukünftigen 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 ergeben grundsätzlich den Unternehmenswert.

Im vorliegenden Fall wurde der Unternehmenswert der BBI AG auf Basis des Entity-Ansatzes nach dem Konzept der gewogenen Kapitalkosten (WACC-Ansatz) ermittelt. Der Gesamtkapitalwert (Entity-Wert) ergibt sich durch Diskontierung der Free Cashflows mit den gewogenen Kapitalkosten (WACC). Die Free Cashflows stellen finanzielle Überschüsse nach Investitionen und Unternehmenssteuern, jedoch vor Zinsen, sowie nach Veränderungen des Nettoumlaufvermögens dar. Die Differenz aus Gesamtkapitalwert und Marktwert des Fremdkapitals entspricht dem Marktwert des Eigenkapitals (Unternehmenswert).

Sogenannte unechte Synergien, welche im DCF-Wert zu berücksichtigen sind, wurden im Rahmen der Bewertungsarbeiten nicht identifiziert. Wir nehmen hierzu in Abschnitt C.II.2.4. Stellung. Mögliche echte Synergieeffekte, die sich dadurch auszeichnen, dass sie sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahmen ergeben,¹ sind gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 33 f. im Rahmen der objektivierten Unternehmensbewertung nicht zu erfassen.²

Wir erachten die Anwendung der DCF-Methode unter etwaiger Hinzufügung gesondert zu bewertender Vermögenswerte für angemessen, sofern nicht eine Bewertung anhand des Liquidationswertes, eine Bemessung des Wertes je Aktie auf Basis des volumengewichteten durchschnittlichen Drei-Monats-Börsenkurses zum relevanten Stichtag oder die kapitalisierte Ausgleichszahlung zu einer höheren Barabfindung führt. Zu der Überprüfung der Durchführung der Bewertung nach der DCF-Methode nehmen wir in Abschnitt C.II.2. Stellung.

¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 50.

² Vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, AG 2011, S. 420, 421; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27.02.2004, AG 2004, S. 324, 327; OLG Stuttgart, Beschluss vom 04.02.2000, DB 2000, S. 709, 710.

2.2. Liquidationswert

Bei der DCF- wie auch der Ertragswertmethode wird der Wert eines Unternehmens aus den diskontierten erwarteten Zahlungsüberschüssen des fortgeführten Unternehmens abgeleitet. Demgegenüber stellt der Liquidationswert den Zahlungsüberschuss aus der Liquidation dar. Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 stellt der Liquidationswert 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.³

Die Bewertungsgutachterin hat aufgrund der Fortführungsabsicht und der Ermittlung des Net Asset Value keine Berechnung eines Liquidationswertes für die BBI AG vorgenommen. Aufgrund von Liquidationskosten würde der Liquidationswert unterhalb des Net Asset Values liegen.

Vor dem Hintergrund der Fortführungsabsicht der Geschäftstätigkeit der BBI AG und der Ermittlung des Net Asset Values halten wir die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin als sachgerecht. Im Übrigen ist darauf hinzuweisen, dass nach Auskünften der Gesellschaft keine Liquidation der BBI 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. Net Asset Value

In der Praxis ist es üblich, den Wert von Immobilienunternehmen auch auf Basis des Net Asset Value Verfahrens zu ermitteln. Beim Net Asset Value Verfahren handelt es sich um einen sogenannten Einzelbewertungsansatz, wobei der Unternehmenswert durch die gesonderte Einzelbewertung der Vermögenswerte und Schulden zum Bewertungsstichtag abgeleitet wird. Dabei erfolgt die Bewertung der einzelnen Immobilien der Gesellschaft mit den Marktwerten.

³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Abschnitt 7.4.

Die restlichen selbstständig bewertbaren Vermögensgegenstände sowie Schulden werden gesondert mit Marktwerten oder Buchwerten erfasst, sofern der Buchwert nicht wesentlich vom Marktwert abweicht.

Aufgrund der Bedeutung der Richtlinien der European Public Real Estate Association (im Folgenden „EPRA“) in der Immobilienwirtschaft hat die Bewertungsgutachterin die Ableitung des Net Asset Values in Anlehnung an die EPRA-Richtlinien vorgenommen.

Die EPRA-Richtlinien wurden im Oktober 2019 geändert und beinhalten seitdem folgende Kennzahlen zur Ermittlung des Net Asset Values:

- Net Reinstatement Value (NRV),
- Net Tangible Assets (NTA) und
- Net Disposal Value (NDV)

Die Ableitung des NRV unterstellt, dass die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten des Unternehmens grundsätzlich nicht veräußert werden. Die Kennzahl NRV soll dementsprechend den Wert eines bestandshaltenden Immobilienunternehmens widerspiegeln, der für den Wiederaufbau des Unternehmens erforderlich wäre.

Der Ermittlung des NTA liegt die Annahme einer laufenden Veräußerung von Vermögenswerten und die hierdurch bedingte Realisierung von latenten Steuern zugrunde. Im NTA werden jedoch bestimmte nicht-operativ bedingte Elemente wie Verwaltungskosten nicht berücksichtigt. Wenn diese Kosten einen erheblichen Einfluss auf den tatsächlichen Unternehmenswert haben, stellt der NTA das Nettovermögen des Unternehmens unvollständig dar. Darüber hinaus sind die in den letzten Jahren deutlich gestiegenen Zinsen sowie die eingetrübten konjunkturellen und immobilienpezifischen Aussichten und aktuellen hohen Kosteninflationen nur bedingt in den NTA-Werten reflektiert.

Die Ableitung des NDV unterstellt, dass Vermögenswerte des Unternehmens veräußert und/oder Verbindlichkeiten nicht bis zur Endfälligkeit gehalten werden. Daher werden in die Ermittlung des NDV Finanzinstrumente und andere Verbindlichkeiten mit ihren Zeitwerten unter Abzug aller anfallenden Steuern einbezogen.

Die Bewertungsgutachterin erachtet den NTA auf der Grundlage der Analyse der Bewertungsobjekte, der Analyse der EPRA-Kennzahlen gem. EPRA-Richtlinien sowie unter Berücksichtigung des Bewertungsanlasses als geeigneten EPRA-Maßstab zur Ableitung des Nettovermögenswerts der BBI AG.

Da das Net Asset Value Verfahren insbesondere in der Praxis bei der Bewertung von Immobilienunternehmen gebräuchlich und anerkannt ist, ist es aus unserer Sicht sachgerecht, dass die Bewertungsgutachterin das Net Asset Value Verfahren bzw. den NTA als EPRA-Maßstab zur Ableitung eines Nettovermögenswerts zur Plausibilisierung der Bewertung nach dem DCF-

Verfahren herangezogen hat. Hinsichtlich unserer Prüfungsergebnisse verweisen wir auf Abschnitt C.II.2.10.a).

2.5. 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 DCF-Methode – wie sie hier vorgenommen wurde – vorzuziehen.

Zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Bewertung nach dem DCF-Verfahren hat die Bewertungsgutachterin eine vergleichende Marktbewertung auf Basis des NTA-Multiplikators durchgeführt, der in der Praxis bei bestandshaltenden Immobiliengesellschaften Anwendung findet und sich aus dem Verhältnis des Börsenkurses zum NTA ergibt. Die vergleichende Marktbewertung auf Basis des NTA-Multiplikators haben wir nachvollzogen und auf der Basis einer eigenen Marktbewertung plausibilisiert. Hinsichtlich unserer Prüfungsergebnisse verweisen wir auf Abschnitt C.II.2.10.b).

2.6. Börsenkurs

Die Aktien der BBI AG werden in den Handel im regulierten Markt der Wertpapierbörse in München sowie jeweils in den Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse (Open Market) sowie der Börse Berlin und Düsseldorf einbezogen.

Daher wäre es denkbar, den Wert der BBI AG auch anhand der aus dem Aktienkurs abgeleiteten Marktkapitalisierung der BBI AG zu bestimmen. Allerdings können gewichtige Argumente gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da der Börsenkurs von zahlreichen Sonderfaktoren, wie z.B. von der Größe und Enge des Marktes, von zufallsbedingten Handelsumsätzen sowie von spekulativen und sonstigen nicht wertbezogenen Einflüssen abhängt. Der Börsenkurs kann damit unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen unterliegen.

Eine Verwendung von Börsenkursen (Marktkapitalisierung) kann eine Unternehmensbewertung nach den dargestellten Grundsätzen nicht ersetzen, sofern diese Bewertung eine bessere und breitere Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt verwendet und in der zugrunde liegenden Bewertungsmethode die Kapitalmarktkalküle berücksichtigt werden. Die hier dargestellte Bewertung basiert auf einer Analyse von Vergangenheitsdaten und auf langfristigen Unternehmensplanungen, die in diesem Detaillierungsgrad und Umfang nicht öffentlich zugänglich sind.

Das Bundesverfassungsgericht (BVerfG) und der Bundesgerichtshof (BGH) haben mehrfach entschieden, dass bei einigen speziellen Unternehmensbewertungsanlässen (z.B. Ausgleich und Abfindung nach § 304 AktG, § 305 AktG) der Börsenkurs bei der Ermittlung einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre im Regelfall als Mindestwert zu berücksichtigen ist.⁴ Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zu berücksichtigen, bedeutet jedoch nach Ansicht des Bundesverfassungsgerichts nicht, dass er stets allein maßgeblich sein müsse. Eine Überschreitung des Börsenkurses ist verfassungsrechtlich unbedenklich.

In der jüngeren Vergangenheit hat die Rechtsprechung in einzelnen Fällen gleichwohl entschieden, dass bei börsennotierten Gesellschaften für Bewertungszwecke im Rahmen von aktien- oder umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen grundsätzlich allein auf den Börsenkurs abgestellt werden und eine Abfindung oder eine Wertrelation anhand der Börsenkurse der beteiligten Unternehmen ermittelt werden kann. Dies hat der BGH in neueren Entscheidungen bestätigt.⁵

Danach kann der Rückgriff auf den Börsenkurs eines Unternehmens eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts sein. Die Berücksichtigung des Börsenkurses beruhe auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt. Eine strenge Allokations- und Informationseffizienz sei nicht erforderlich. Wenn allerdings im Einzelfall von einer effektiven Informationsbewertung durch den Markt nicht ausgegangen werden kann, könne der Unternehmenswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.⁶

Der FAUB hat sich in seiner Sitzung am 13. Juni 2023 mit der Entscheidung des BGH vom 21. Februar 2023 auseinandergesetzt.⁷ Er weist zunächst darauf hin, dass es nicht sachgerecht sei, zur Bestimmung von angemessenen Abfindungen und bei anderen Angemessenheitsprüfungen ausschließlich auf den Börsenkurs abzustellen, ohne eine Zukunftserfolgsermittlung durchzuführen.

Der vom BGH entschiedene Fall weise einige Besonderheiten auf, die in typischen Abfindungsfällen in der Regel nicht gegeben seien. So seien wertrelevante unternehmensinterne Informationen (zum Beispiel mittel- und langfristige Unternehmensplanungen) dem Kapitalmarkt nicht bekannt und somit nicht im Börsenkurs reflektiert. Zudem zeigten empirische Untersuchungen, dass der Markt und die Börsenkurse kurzfristigen Stimmungen unterlägen und deshalb Börsenkurse den fundamentalen Unternehmenswert nicht widerspiegeln. Es wider-

⁴ Vgl. z.B. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999, 1 BvR 1613/94; BGH, Beschluss vom 12.03.2001, II ZB 15/00; BGH, Beschluss vom 19.07.2010, II ZB 18/09.

⁵ Vgl. BGH, Beschluss vom 21.02.2023, II ZB 12/21; BGH, Beschluss vom 31.01.2024, II ZB 5/22.

⁶ Vgl. BGH, Beschluss vom 21.02.2023, II ZB 12/21, Tz. 20.

⁷ Vgl. auch FAUB, WPg 2023, S. 765.

spreche auch dem Schutzzweck von Angemessenheitsprüfungen, Börsenkurse ohne Berücksichtigung der wertrelevanten internen und externen Informationen und ohne die Durchführung einer fundamentalen Unternehmensbewertung als Beurteilungsbasis zu verwenden.

Die Auffassung des FAUB wird von der betriebswirtschaftlichen Literatur, die sich mit dem Beschluss der BGH befasst hat, bestätigt.⁸ Eine methodisch alleinige Orientierung am Börsenwert sei weder in der betriebswirtschaftlichen Theorie anerkannt noch in der betriebswirtschaftlichen Praxis üblich.

Aus betriebswirtschaftlicher Sicht ist es weiterhin erforderlich, einen DCF- oder Ertragswert zu ermitteln, um die Aussagekraft des Börsenkurses und insbesondere auch die „effektive Informationsbewertung“ durch den Markt hinreichend belastbar einschätzen beziehungsweise plausibilisieren zu können. Da es sich weder beim Börsenkurs noch beim DCF- oder Ertragswert um „perfekte“ Wertmaßstäbe handle, ist gerade im Hinblick auf die neueren Entscheidungen des BGH weiterhin ein „Nebeneinander von Börsenkurs und Ertragswert“ erforderlich.

Zu der Überprüfung, ob die Rechtsprechung zur Relevanz des Börsenkurses bei der Festlegung der Barabfindung angemessen berücksichtigt wurde und in welchem Verhältnis der DCF-Wert und der durchschnittliche Börsenkurs zueinander stehen, nehmen wir in Abschnitt C.II.3.1. Stellung.

2.7. Ergebnisabführungsvertrag

Weitere Besonderheiten bei der Bestimmung einer angemessenen Barabfindung ergeben sich, wenn das Bewertungsobjekt vor dem Abschluss weiterer Strukturmaßnahmen bereits vertraglich beherrschte Gesellschaft war.

Zwischen der VIB Vermögen AG und der BBI AG wurde am 6. Mai 2008 ein Ergebnisabführungsvertrag (im Folgenden „EAV“) abgeschlossen. Die Eintragung im Handelsregister erfolgte zum 13. August 2008. Die BBI AG hat sich durch diesen EAV verpflichtet, ihren gesamten Gewinn an die VIB Vermögen AG abzuführen. In § 3.1 hat sich die VIB Vermögen AG verpflichtet, den außenstehenden Aktionären während der Dauer des Vertrags eine Ausgleichszahlung (Bardividende) gemäß § 304 AktG in Höhe von 0,64 EUR je Aktie der BBI AG (Brutto-Ausgleichsbetrag) abzüglich deutscher Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag auf den körperschaftsteuerpflichtigen Teil nach dem jeweils für diese Steuern geltenden Steuersatz (Netto-Ausgleichsbetrag) zu zahlen.

Im Rahmen des Spruchverfahrens hat das Landgericht München I mit Beschluss vom 14. Februar 2014 die Ausgleichszahlung (Bardividende) auf 0,74 EUR je Aktie (Brutto-Ausgleichsbetrag) erhöht.

Der BGH hat klargestellt, dass die kapitalisierte Ausgleichszahlung keine Wertobergrenze darstellt.⁹ Der BGH hat allerdings die Frage, ob der Barwert der festen Ausgleichszahlung als

⁸ Vgl. Ruthardt, BewertungsPraktiker 2023, S. 50 ff, m.w.N..

⁹ Vgl. BGH, Beschluss vom 12.01.2016, II ZB 25/4, ZIP 2016, S. 666.

(weitere) Untergrenze für die Barabfindung beim Squeeze-Out bei Vorliegen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags (BGAV) zu berücksichtigen ist, zunächst explizit offengelassen. Mit Beschluss vom 15. September 2020 hat der BGH entschieden, dass die angemessene Barabfindung im Falle des Ausschlusses von Minderheitsaktionären nach §§ 327a, 327b AktG grundsätzlich nach dem Barwert der aufgrund eines BGAV dem Minderheitsaktionär zustehenden Ausgleichszahlungen bestimmt werden kann, wenn dieser höher ist als der auf den Anteil des Minderheitsaktionärs entfallende Anteil des Unternehmenswerts, der Unternehmensvertrag zum nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG maßgeblichen Zeitpunkt bestand und von seinem Fortbestand auszugehen war.¹⁰

Vor dem Hintergrund der Rechtsprechung des BGH hat die Bewertungsgutachterin den Barwert der Ausgleichszahlung ermittelt und dem ermittelten Unternehmenswert je Aktie gegenübergestellt.

Wir haben diese Ermittlung des Barwertes der kapitalisierten Ausgleichszahlung nachvollzogen. Hinsichtlich unserer Prüfungsergebnisse verweisen wir auf Abschnitt C.II.3.2.

3. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Aufgrund unserer Überprüfungen der vorgenommenen Bewertung, insbesondere der der DCF-Wertermittlung zu Grunde liegenden Annahmen und Vorgehensweisen und nach Durchsicht des Übertragungsberichts stellen wir fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne der § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. 293e Abs. 1 Nr. 3 AktG bei der Bewertung der BBI AG aufgetreten sind.

¹⁰ Vgl. BGH, Beschluss vom 15.09.2020, II ZB 6/20.

II. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen

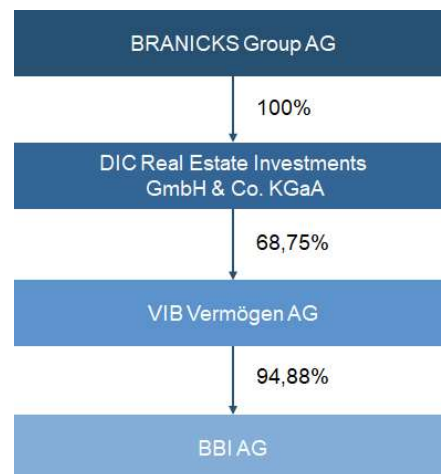
Von der Angemessenheit der konkreten Berechnungen und Ableitungen zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung haben wir uns wie folgt überzeugt:

1. Bewertungsobjekt und Bewertungsstichtag

1.1. Rechtliche Grundlagen

Bewertungsobjekt ist die BBI AG. Die BBI AG hält zum Tag unserer Berichterstattung keine Beteiligungen. Die Beteiligung an der BHB-Brauholding Bayern Mitte AG, Ingolstadt (im Folgenden „BHB-Brauholding Bayern Mitte AG“), wurde Anfang März 2024 veräußert.

Die Gesellschafterstruktur der BBI AG und ihrer Hauptaktionärin ist im Folgenden dargestellt:



Quelle: Unternehmensangaben der BBI AG

Die **BBI AG** hat ihren Sitz in Ingolstadt und ist in das Handelsregister des Amtsgerichts Ingolstadt unter HRB 44 eingetragen. Die Satzung der Gesellschaft wurde letztmalig mit Beschluss vom 3. Juli 2023 geändert.

Entsprechend § 1 Abs. 3 der derzeit gültigen Satzung ist der Gegenstand des Unternehmens der Erwerb und die Verwaltung eigenen Vermögens, insbesondere von Immobilien und Beteiligungen an anderen Unternehmen und Gesellschaften. Die Gesellschaft übt keine Tätigkeit aus, die einer staatlichen Genehmigung bedarf. Die Gesellschaft kann den Unternehmensgegenstand selbst oder durch Tochter- und Beteiligungsunternehmen verwirklichen. Die Gesellschaft ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die geeignet erscheinen, den Gesellschaftszweck zu fördern, insbesondere zum Erwerb und zur Veräußerung von bebauten und unbebauten Grundstücken, zur Errichtung von Zweigniederlassungen im In- und Ausland sowie zum Abschluss von Unternehmensverträgen.

Das Geschäftsjahr der Gesellschaft entspricht dem Kalenderjahr.

Alleiniger Vorstand der Gesellschaft ist Herr Dirk Oehme.

Das Grundkapital der BBI AG beträgt ausweislich des Handelsregistrauszugs vom 25. Juni 2024 5.200.000,00 EUR und ist eingeteilt in 5.200.000 auf den Inhaber lautende, nennwertlose Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von 1,00 EUR. Sämtliche Aktien sind voll eingezahlt. Die BBI AG hält keine eigenen Aktien.

Die Aktien der BBI AG werden in den Handel im regulierten Markt der Wertpapierbörse in München sowie jeweils in den Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse (Open Market) sowie der Börse Berlin und Düsseldorf einbezogen. Den Aktien ist die WKN 528000 und die ISIN DE0005280002 zugeordnet. Die Aktionärsstruktur der BBI AG stellt sich zum Tag unserer Berichterstattung wie folgt dar:

BBI AG Aktionärsstruktur	Anzahl Aktien	Anteil
VIB Vermögen AG	4.933.877	94,88%
Minderheitsaktionäre	266.123	5,12%
Gesamt	5.200.000	100,00%

Quelle: Depotbestätigung der Raiffeisenlandesbank vom 26. Juni 2024

Die VIB Vermögen AG hält zum Tag unserer Berichterstattung insgesamt 4.933.877 Aktien an der BBI AG. Die BBI AG hält keine eigenen Aktien. Auf die VIB Vermögen AG entfallen somit rd. 94,88% des Grundkapitals der BBI AG.

Zwischen der VIB Vermögen AG und der BBI AG wurde am 6. Mai 2008 ein EAV abgeschlossen. Die Eintragung im Handelsregister erfolgte zum 13. August 2008. Die BBI AG hat sich durch diesen EAV verpflichtet, ihren gesamten Gewinn an die VIB Vermögen AG abzuführen. Die VIB Vermögen AG hat sich ihrerseits verpflichtet, etwaige Verluste der BBI AG zu übernehmen. Die VIB Vermögen AG gewährt den außenstehenden Aktionären der BBI AG eine Ausgleichszahlung (Bardividende) gemäß § 304 AktG in Höhe von 0,74 EUR je Aktie der BBI AG (Brutto-Ausgleichsbetrag) abzüglich deutscher Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag auf den körperschaftsteuerpflichtigen Teil nach dem jeweils für diese Steuern geltenden Steuersatz (Netto-Ausgleichsbetrag).

Die **VIB Vermögen AG** hat ihren Sitz in Neuburg a.d. Donau und ist in das Handelsregister des Amtsgerichts Ingolstadt unter HRB 101699 eingetragen. Die Satzung der Gesellschaft wurde letztmalig mit Beschluss vom 31. Juli 2023 geändert.

Entsprechend § 2 der derzeit gültigen Satzung ist der Gegenstand der VIB Vermögen AG der Erwerb und die Verwaltung eigenen Vermögens, insbesondere von Immobilien und Beteiligungen an anderen Unternehmen und Gesellschaften. Die Gesellschaft übt keine Tätigkeit aus, die einer staatlichen Genehmigung bedarf. Die Gesellschaft kann den Unternehmensgegenstand selbst oder durch Tochter- und Beteiligungsunternehmen verwirklichen. Soweit gesetzlich zulässig, ist die Gesellschaft zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die geeignet

erscheinen, den Gesellschaftszweck zu fördern, insbesondere zum Erwerb und zur Veräußerung von bebauten und unbebauten Grundstücken, zur Errichtung von Zweigniederlassungen im In- und Ausland sowie zum Abschluss von Unternehmensverträgen.

Das Geschäftsjahr der VIB Vermögen AG entspricht dem Kalenderjahr.

Dem Vorstand der VIB Vermögen AG gehören Herr Nicolai Paul Greiner und Herr Dirk Oehme an. Die VIB Vermögen AG wird durch zwei Vorstandsmitglieder oder durch ein Vorstandsmitglied gemeinsam mit einem Prokuristen vertreten.

Das Grundkapital der VIB Vermögen AG beträgt 33.054.587,00 EUR und ist eingeteilt in 33.054.587 auf den Inhaber lautende, nennwertlose Stückaktien, auf die jeweils ein rechnerischer Anteil am Grundkapital von 1,00 EUR entfällt.

Zum Tag unserer Berichterstattung werden rd. 68,75% der Anteile an der VIB Vermögen AG von der DIC Real Estate Investments GmbH & Co. KGaA, Frankfurt am Main, gehalten. Alleinige Kommanditaktionärin und Alleingesellschafterin der Komplementärin der DIC Real Estate Investments GmbH & Co. KGaA ist die BRANICKS Group AG, Frankfurt am Main. Die übrigen Aktien, die rd. 31,25% des Grundkapitals der VIB Vermögen AG entsprechen, befinden sich im Streubesitz.

Die VIB Vermögen AG verfügte zum Zeitpunkt des Abschlusses des EAV am 6. Mai 2008 über 4.264.749 Aktien an der BBI AG, was einem Anteil von 82,01% des Grundkapitals der BBI AG entsprach. Daraufhin hat die VIB Vermögen AG in den Jahren 2009 bis 2014 weitere 669.128 Aktien an der BBI AG erworben. Danach fanden keine Erwerbe von Aktien an der BBI AG durch die VIB Vermögen AG mehr statt.

Mit Ad hoc-Mitteilung vom 22. Mai 2024 hat die BBI AG bekanntgegeben, dass die VIB Vermögen AG eine Verschmelzung der BBI AG auf die VIB Vermögen AG anstrebe und vorschlage, in Verhandlungen über den Abschluss eines Verschmelzungsvertrags einzutreten. In diesem Zusammenhang hat die VIB Vermögen AG gegenüber der BBI AG erklärt, dass sie den Ausschluss der Minderheitsaktionäre der BBI AG nach § 62 Abs. 1 und Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG (verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out) anstrebt.

1.2. Steuerliche Verhältnisse

Zwischen der BBI AG und der VIB Vermögen AG besteht eine ertragsteuerliche Organschaft mit der BBI AG als Organgesellschaft und der VIB Vermögen AG als Organträgerin. Die BBI AG nimmt als Organgesellschaft die erweiterte Kürzung der Gewerbesteuer bei Grundstücksunternehmen nach § 9 Nr. 1 S. 2 GewStG in Anspruch.

Die letzte steuerliche Außenprüfung umfasste die Veranlagungszeiträume 2014 bis 2017 und erstreckte sich auf die Körperschaft- und Gewerbesteuer sowie Umsatzsteuer und Kapitalertragsteuer. Diese führte zu keinen Änderungen der Besteuerungsgrundlage. Die steuerliche Veranlagung der BBI AG ist für die Jahre 2014 bis 2017 endgültig erfolgt.

Die BBI AG verfügt zum 31. Dezember 2022 über ein steuerliches Einlagekonto in Höhe von 32.061 TEUR. Zum 31. Dezember 2023 beträgt das steuerliche Einlagekonto der BBI AG 0 TEUR.

Zum 31. Dezember 2023 hatte die BBI AG auskunftsgemäß keine vororganschaftlichen körperschaft- oder gewerbsteuerlichen Verlustvorträge.

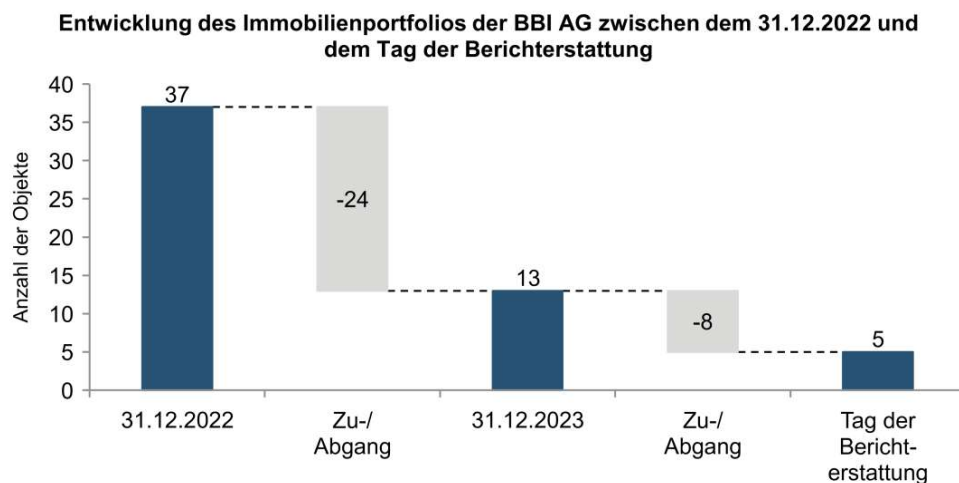
1.3. Wirtschaftliche Grundlagen

a) Geschäftstätigkeit

Die BBI AG ist als Bestandshalter von Gewerbeimmobilien auf den Erwerb, die Vermietung und die Verwaltung von Einzelhandelsobjekten – insbesondere von Fachmarktzentren und SB-Märkten – im süddeutschen Raum fokussiert.

Die Geschäftsstrategie der BBI AG basiert auf der langfristigen Vermietung von Gewerbeimmobilien, um stabile Mieterlöse und Gewinne zu erwirtschaften. Darüber hinaus werden Immobilien aus dem Bestand der BBI AG verkauft, wenn attraktive Verkaufserlöse erzielt werden können.

Durch den Verkauf von 24 Einzelhandelsimmobilien im Jahr 2023 hat sich das Immobilienportfolio der BBI AG von 37 auf 13 Immobilienobjekte zum 31. Dezember 2023 verringert.



Quelle: Unternehmensangaben der BBI AG

Am 18. Dezember 2023 wurde der Verkauf von acht Gastronomieobjekten sowie der Beteiligung an der BHB-Brauholding Bayern Mitte AG beschlossen. Der Übergang von Besitz, Nutzen und Lasten der acht Gastronomieobjekte hat Anfang März 2024 stattgefunden. Infolgedessen verringerte sich das Immobilienportfolio der BBI AG von 13 auf 5 Immobilienobjekte zum März 2024.

Zum Tag unserer Berichterstattung hält die BBI AG noch fünf Immobilien im Bestand, welche sich im Umland von München bzw. Ingolstadt befinden. Für die drei Einzelhandelsimmobilien im Bestand der BBI AG lag ein Entwurf des Kaufvertrags mit einem Kaufpreis von insgesamt 39,2 Mio. EUR vor.

Der Buchwert des Immobilienportfolios lag zum 31. Dezember 2022 bei rd. 141,4 Mio. EUR und verringerte sich durch die Veräußerungen auf einen Buchwert zum 31. Dezember 2023 von 28,0 Mio. EUR, wobei auf die fünf verbliebenen Immobilien ein Buchwert zum 31. Dezember 2023 in Höhe von 27,2 Mio. EUR entfiel. Dem Buchwert der fünf verbliebenen Immobilien steht ein Marktwert zum 31. Dezember 2023 in Höhe von 49,1 Mio. EUR gegenüber, der von der CBRE in der Funktion eines unabhängigen Gutachters auf Basis des DCF-Verfahrens ermittelt wurde. Der Buch- und Marktwert der fünf verbliebenen Immobilien sowie der geplante Kaufpreis für die drei Einzelhandelsimmobilien teilt sich wie folgt auf:

BBI AG Immobilienportfolio per 31.12.2023							
Nr.	Immobilie	Ort	Objekttyp	Buchwert zum 31.12.2023 (in TEUR)	Marktwert gem. CBRE-Gutachten zum 31.12.2023 (in TEUR)	Verkaufspreise (in TEUR)	
31	Max-Weinberger-Straße 9	Pfaffenhofen	Fachmarktzentrum	10.270	15.500	15.000	
35	Simon-Breu-Straße 37-61	Simbach	Fachmarktzentrum	10.919	22.300	20.300	
36	Stethaimer Straße 37-41	Landshut	Nahversorgungszentr	2.780	3.600	3.900	
Zwischensumme restliches Portfolio				23.969	41.400	39.200	
12	Herrnbräu Brauerei, Manchingener Straße 95	Ingolstadt	Systemgastronomie	203	7.100	n.a.	
14	Herrnbräu Brauerei, Manchingener Straße 96	Ingolstadt	Produktionshalle	2.985	580	n.a.	
Zwischensumme Herrnbräu Brauerei				3.188	7.680	-	
Gesamt				27.156	49.080	39.200	

Quelle: CBRE-Gutachten des Immobilienportfolios der BBI AG zum 31.12.2023.

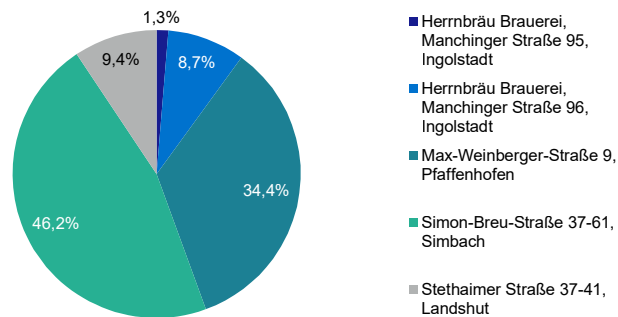
Eine Aufteilung des zum Tag unserer Berichterstattung von der BBI AG gehaltenen Immobilienportfolios nach Nutzungsart, Mietfläche, vertraglich vereinbarten Brutto-Kaltmieten und Leerstandsquote ist in der folgenden Tabelle dargestellt:

BBI AG Immobilienportfolio								
Nr.	Immobilie	Ort	Objekttyp	Gesamtfläche in m²	Vermietbare Fläche in m²	Brutto- Kaltmiete p.M. in EUR	Brutto- Kaltmiete p.M. in EUR/m²	Leerstands- quote
31	Max-Weinberger-Straße 9	Pfaffenhofen	Fachmarktzentrum	24.049	6.772	91.696	13,54	0%
35	Simon-Breu-Straße 37-61	Simbach	Fachmarktzentrum	29.879	10.325	123.101	11,92	0%
36	Stethaimer Straße 37-41	Landshut	Nahversorgungszentrum	5.081	1.986	24.913	12,54	0%
Zwischensumme restliches Portfolio				59.009	19.083	239.710	38,00	0%
12	Herrnbräu Brauerei, Manchingener Straße 95	Ingolstadt	Gastronomie	anteilig an 56.493	552	3.446	6,25	0%
14	Herrnbräu Brauerei, Manchingener Straße 96	Ingolstadt	Produktionshalle	anteilig an 56.493	15.790	23.265	1,47	0%
Zwischensumme Herrnbräu Brauerei				56.493	16.342	26.712	7,72	0%
Gesamt				115.502	35.425	266.421	45,73	0%

Quelle: Managementinformationen der BBI AG.

Die monatliche Brutto-Kaltniete des Immobilienportfolios der BBI AG teilt sich zum Tag unserer Berichterstattung wie folgt auf die einzelnen Objekte auf:

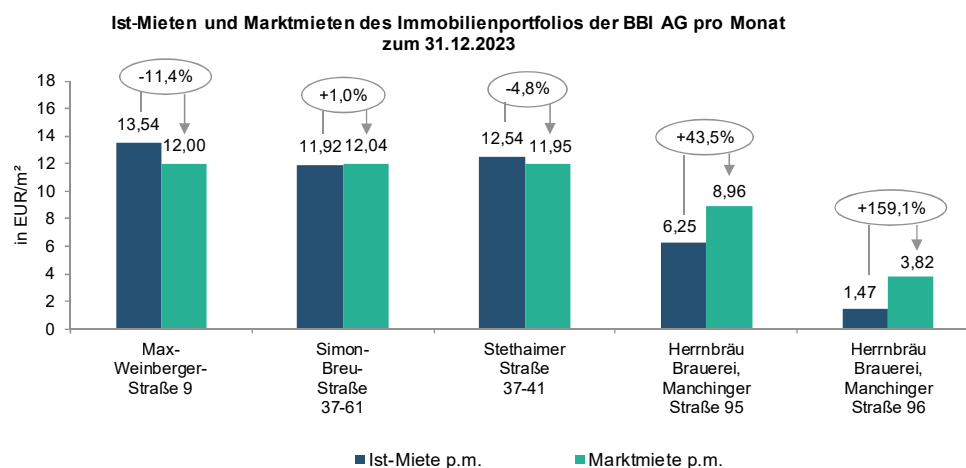
**Brutto-Kaltniete pro Monat nach Objekten
zum 31. Dezember 2023**



Quelle: Managementinformationen der BBI AG

Der wesentliche Teil der Mieteinnahmen wird mit rd. 46,2% in der Simon-Breu-Straße 37-61, Simbach, (Fachmarktzentrum) sowie mit rd. 34,4% in der Max-Weinberger-Straße 9, Pfaffenhofen, (Fachmarktzentrum) generiert. Mit den Objekten in der Stethaimer Straße 37-41, Landshut, (Nahversorgungszentrum) wird ein Anteil von rd. 9,4% und in der Herrnbräu Brauerei, Manchingener Straße 95 und 96, Ingolstadt (Produktionshalle und Gastronomie) ein Anteil von insgesamt rd. 10,0% der Mieteinnahmen der BBI AG erwirtschaftet.

Den vertraglich vereinbarten Brutto-Kaltnieten stehen folgende Marktmieten gegenüber, die der Bewertung des Immobilienportfolios im Gutachten von CBRE zum 31. Dezember 2023 zugrunde liegen:



Quelle: CBRE-Gutachten des Immobilienportfolios der BBI AG zum 31. 12. 2023

Max-Weinberger-Straße 9, Pfaffenhofen | Nr. 31



Quelle: CBRE-Gutachten des Immobilienportfolios der BBI AG zum 31.12.2023, S. 178

Die Immobilie in der Max-Weinberger-Straße 9, Pfaffenhofen / Bayern, ist ein vollständig an die Kaufland Vertrieb SIGMA GmbH & Co. KG vermietetes SB-Warenhaus mit Kaufland als alleinigem Mieter. Die vertragliche Mietlaufzeit dieser Immobilie ist befristet und endet am 31. März 2028. Es bestehen zwei Verlängerungsoptionen zu jeweils fünf Jahren, somit bis zum 31. März 2038. Das Objekt liegt in einem Gewerbegebiet und ca. 2,3 km nordöstlich von der Innenstadt von Pfaffenhofen an der Ilm. Das Objekt befindet sich in einem durchschnittlichen technischen und baulichen Zustand.¹¹

Entsprechend dem CBRE-Gutachten zum 31. Dezember 2023 liegt die monatliche Marktmiete bei 12,00 EUR/m². Die Ableitung der Marktmiete erfolgte ausgehend von den Standortmerkmalen des Bewertungsobjektes, individuellen Objekteigenschaften sowie internen und externen Informationsquellen. Die betrachtete Vergleichsmietspanne liegt zwischen 10,00 EUR/m² bis 12,00 EUR/m². Die Marktmiete von 12,00 EUR/m² liegt um rd. 11,4% unterhalb der vertraglich vereinbarten Ist-Miete in Höhe von 13,54 EUR/m².

¹¹ Vgl. CBRE-Immobiliengutachten zum 31.12.2023, S. 178 ff.; Unternehmensangaben der BBI AG.

Der von CBRE ermittelte Marktwert der Fachmarktzentrumsimmobilie beträgt zum 31. Dezember 2023 insgesamt 15.500 TEUR bzw. bezogen auf die vermietbare Fläche 2.289 EUR/m².

Simon-Breu-Straße 37-61, Simbach | Nr. 35



Quelle CBRE-Gutachten des Immobilienportfolios der BBI AG zum 31.12.2023, S. 191

Die Immobilie in der Simon-Breu-Straße 37-61, Simbach / Bayern, ist ein Fachmarktzentrum mit insgesamt 15 Mietern. Der Hauptmieter des Objektes ist EDEKA Südbayern Handels Stiftung & Co. KG (EDEKA). Daneben ist das Objekt noch an die Aldi SE & Co. KG (Aldi), C&A Mode GmbH & Co. KG (C&A), Allgemeine Warenvertriebsgesellschaft mbH (AWG) und weitere Einzelhändler vermietet.

13 von 15 Mietverträgen sind befristet und enden jeweils in den Jahren zwischen 2024 und 2030. Das Grundstück wird gemäß dem Bebauungsplan vom 18. Dezember 1990 als Sondergebiet für großflächigen Einzelhandel ausgewiesen.

Das Objekt teilt sich in zwei Gebäudeteile. Der westliche Gebäudeteil ist an Aldi, Edeka und dm vermietet, während der Gebäudeteil im Süden des Grundstücks u.a. an C&A, KiK, Deich-

mann, Tedi und AWG vermietet wird. Das Objekt befindet sich in einem guten baulichen Zustand.¹² Die Mieter Edeka, dm und Deichmann haben im Jahr 2021 jeweils auf ihr neues Konzept modernisiert.

Entsprechend dem CBRE-Gutachten zum 31. Dezember 2023 liegt die monatliche Marktmiete bei 12,04 EUR/m² im Durchschnitt über alle 15 Mietparteien, welche sich zu rd. 96,6% auf 10 Stores (> 200m²) sowie zu rd. 3,4% auf 3 Shops (< 200m²) aufteilt. Die monatliche Marktmiete für Stores wurde dabei mit 11,91 EUR/m² und für Shops mit 13,75 EUR/m² angesetzt. Die Ableitung der Marktmiete erfolgte ausgehend von den Standortmerkmalen des Bewertungsobjektes, individuellen Objekteigenschaften sowie internen und externen Informationsquellen. Die betrachtete Vergleichsmietspanne liegt zwischen 13,00 EUR/m² bis 15,21 EUR/m². Die durchschnittliche Marktmiete von 12,04 EUR/m² liegt rd. 1,0% oberhalb der vertraglich vereinbarten Ist-Miete in Höhe von 11,92 EUR/m².

Der von CBRE ermittelte Marktwert der Fachmarktzentrumsimmobilie beträgt zum 31. Dezember 2023 insgesamt 22.300 TEUR bzw. bezogen auf die vermietbare Fläche 2.160 EUR/m².

¹² Vgl. CBRE-Immobilien Gutachten zum 31.12.2023, S. 191 ff.; Unternehmensangaben der BBI AG.

Stethaimer Straße 37-41, Landshut | Nr. 36



Quelle: CBRE-Gutachten des Immobilienportfolios der BBI AG zum 31.12.2023, S. 204

Die Immobilie in der Stethaimer Straße 37-41, Landshut / Bayern, ist ein vermietetes Nahversorgungszentrum und liegt ca. 1,6 km von der Altstadt Landshut entfernt. Das Objekt ist derzeit an einen Netto-Discounter, ein Sportfachgeschäft und einen Biosupermarkt vermietet. Sämtliche Mietverträge sind befristet und enden jeweils in den Jahren 2024, 2026 und 2030.

Das Objekt befindet sich in einem durchschnittlichen technischen und baulichen Zustand.¹³

Entsprechend dem CBRE-Gutachten zum 31. Dezember 2023 liegt die monatliche Marktmiete bei 11,95 EUR/m² im Durchschnitt über alle drei Mietparteien, welche sich zu rd. 90,9% auf zwei Stores (> 200m²) sowie zu rd. 9,1% auf einen Shop (< 200m²) aufteilt. Die monatliche Marktmiete für Stores wurde dabei mit 12,04 EUR/m² und für Shops mit 11,00 EUR/m² angesetzt. Die Ableitung der Marktmiete erfolgte ausgehend von den Standortmerkmalen des Bewertungsobjektes, individuellen Objekteigenschaften sowie internen und externen Informationsquellen. Die betrachtete Vergleichsmietspanne liegt zwischen 8,20 EUR/m² bis 12,80

¹³ Vgl. CBRE-Immobiliengutachten zum 31.12.2023, S. 204 ff.; Unternehmensangaben der BBI AG.

EUR/m². Die Marktmiete von 11,95 EUR/m² liegt um rd. 4,8% unterhalb der vertraglich vereinbarten Ist-Miete von 12,54 EUR/m².

Der von CBRE ermittelte Marktwert der Fachmarktzentrumsimmobilie beträgt zum 31. Dezember 2023 insgesamt 3.600 TEUR bzw. bezogen auf die vermietbare Fläche 1.812 EUR/m².

Herrnbräu Brauerei, Manchinger Straße 95, Ingolstadt | Nr. 12



Quelle: CBRE-Gutachten des Immobilienportfolios der BBI AG zum 31.12.2023, S. 147

Die Immobilie in der Manchinger Straße 95, Ingolstadt, ist ein vollständig an die Herrnbräu GmbH, Ingolstadt (im Folgenden „Herrnbräu GmbH“), vermietetes Gastronomiegebäude. Die Herrnbräu GmbH ist eine Tochtergesellschaft der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG, an der die BBI AG bis Anfang März 2024 beteiligt war. Das Mietverhältnis wurde am 1. Januar 2003 mit einer unbefristeten Laufzeit und der Option einer Sonderkündigung abgeschlossen.

Das Gebäude wurde im Jahr 1964 errichtet und befindet sich in einem Gewerbegebiet, das rd. 3,3 km von der Innenstadt Ingolstadts entfernt ist. Die Immobilie verfügt neben den Gastronomieflächen auch über Umkleidemöglichkeiten für die Mitarbeiter.

Entsprechend dem CBRE-Gutachten zum 31. Dezember 2023 liegt die monatliche Marktmiete bei 8,96 EUR/m², die sich zu rd. 86,2% auf Gastronomiefläche sowie zu rd. 13,8% auf sonstige Fläche aufteilt. Die monatliche Marktmiete für Gastronomiefläche wurde dabei mit 10,00

EUR/m² und für sonstige Flächen mit 2,50 EUR/m² angesetzt. Die Ableitung der Marktmiete erfolgte ausgehend von den Angebotsmietinseraten in der Nähe des Immobilienobjektes, die zwischen 3,23 EUR/m² bis 25,24 EUR/m² liegen. Die Marktmiete von 8,96 EUR/m² liegt damit um rd. 43,5% über der vertraglich vereinbarten Ist-Miete in Höhe von 6,25 EUR/m². Ursächlich hierfür ist, dass die Herrnbräu GmbH als Mieter zum Zeitpunkt der Vermietung ein Teil des Konzerns der VIB Vermögen AG war, so dass eine vergleichsweise geringe Ist-Miete vereinbart wurde.

Der von CBRE ermittelte Marktwert der Gastronomieimmobilie beträgt zum 31. Dezember 2023 insgesamt 580 TEUR bzw. bezogen auf die vermietbare Fläche 1.051 EUR/m².

Herrnbräu Brauerei, Manchinger Straße 96, Ingolstadt | Nr. 14



Quelle: CBRE-Gutachten des Immobilienportfolios der BBI AG zum 31.12.2023, S. 163

Die Immobilie in der Manchinger Straße 96, Ingolstadt, ist eine vollständig an die Herrnbräu GmbH verpachtete Produktionshalle. Der Pachtvertrag wurde am 1. Januar 2010 geschlossen und per Nachtrag bis zum 31. Dezember 2040 verlängert. Das Pachtverhältnis kann zweimal um jeweils fünf Jahre bis zum 31. Dezember 2050 verlängert werden. Das Gebäude wurde im Jahr 1964 errichtet und umfasst das Brauereigebäude und einen separaten zweigeschossigen Bürobau.

Entsprechend dem CBRE-Gutachten zum 31. Dezember 2023 liegt die monatliche Marktmiete bei 3,82 EUR/m², welche sich zu rd. 93,4% auf Lagerfläche, rd. 5,4% auf Bürofläche sowie rd. 1,1% auf sonstige Fläche aufteilt. Die monatliche Marktmiete für Lagerfläche und sonstige Flächen wurde dabei jeweils mit 3,75 EUR/m² sowie für Bürofläche mit 5,00 EUR/m² angesetzt. Die Ableitung der Marktmiete erfolgte ausgehend von den Angebotsmietinseraten in der Nähe des Immobilienobjektes, die in Abhängigkeit von den Gebäudespezifikationen und der Lage zwischen 3,33 EUR/m² bis 8,21 EUR/m² liegen. Die Marktmiete von 3,82 EUR/m² liegt damit um rd. 159,1% über der vertraglich vereinbarten Ist-Miete in Höhe von 1,47 EUR/m². Ursächlich hierfür ist, dass die Herrnbräu GmbH als Mieter zum Zeitpunkt der Vermietung ein Teil des Konzerns der VIB Vermögen AG war, so dass eine vergleichsweise geringe Ist-Miete vereinbart wurde.

Der von CBRE ermittelte Marktwert der Gastronomieimmobilie beträgt zum 31. Dezember 2023 insgesamt 7.100 TEUR bzw. bezogen auf die vermietbare Fläche 450 EUR/m².

Sonstige Grundstücke

Darüber hinaus befinden sich folgende Grundstücke im Eigentum der BBI AG:

BBI AG Landwirtschaftliche Flurstücke			
Objekttyp	Ort	Gesamtfläche in m ²	Buchwerte zum 31.12.2023 in TEUR
Fläche im Baggersee	Ingolstadt	12.360	1
Landwirtschaftlich genutzte Fläche (Kuhweide)	Pförring	4.206	0

Quelle: Unternehmensangaben der BBI AG

Bei den Grundstücken handelt es sich um eine Fläche in einem Baggersee südwestlich der Stadt Ingolstadt nördlich der Donau sowie eine landwirtschaftlich genutzte Fläche (Kuhweide), die keiner anderweitigen Nutzung zugeführt werden können.

Die BBI AG beschäftigt keine Mitarbeiter. Der Vorstand der BBI AG wird in seiner Funktion als Vorstand der VIB Vermögen AG ausschließlich von der VIB Vermögen AG auf Basis eines Dienstvertrags vergütet.

Die Verwaltung der Gebäude des Immobilienportfolios wird von Mitarbeitern des Konzerns der VIB Vermögen AG übernommen. Ebenso werden kaufmännische und andere Verwaltungsaufgaben, wie z.B. Rechnungswesen, Finanzierung und Investor Relations von Mitarbeitern des Konzerns der VIB Vermögen AG erbracht.

b) Markt- und Wettbewerbsumfeld

Wesentliche Marktentwicklungen

Die BBI AG ist Bestandshalter von Gewerbeimmobilien mit Fokus auf den Erwerb, die Vermietung und die Verwaltung sowie Veräußerung von Einzelhandelsobjekten, insbesondere von Fachmarktzentren und SB-Märkten, im süddeutschen Raum, vorwiegend in Bayern. Damit ist sie von der konjunkturellen Entwicklung sowie den branchenspezifischen Rahmenbedingungen des Gewerbeimmobilienmarkts in Deutschland, insbesondere in Bayern, abhängig.

Konjunkturelle Entwicklung

Das jährliche Wachstum des Bruttoinlandsproduktes (BIP) und die Entwicklung der Inflationsrate stellen bedeutende makroökonomische Indikatoren für die wirtschaftliche Entwicklung der relevanten Märkte der BBI AG dar. Hierbei unterteilen sich die durch den International Monetary Fund (IMF) zum April 2024 erhobenen Daten in die historische Entwicklung im Zeitraum 2021 bis 2023 und in eine Prognose für den Zeitraum 2024 bis 2029.

BBI AG Entwicklung von BIP und Inflation in Deutschland										
Region	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Entwicklung 2021-2029
BIP Deutschland	3,2%	1,8%	(0,3)%	0,2%	1,3%	1,5%	1,1%	0,8%	0,7%	
Inflation Deutschland	3,2%	8,7%	6,0%	2,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2024.

BIP-Wachstum

Das Jahr 2021 ist durch eine konjunkturelle Erholung mit einem BIP-Wachstum in Deutschland von 3,2% gekennzeichnet, nachdem zuvor das BIP infolge der COVID-19-Pandemie zurückgegangen ist. Nach einer annähernden Überwindung der Folgen der COVID-19-Pandemie schwächten die wirtschaftlichen Auswirkungen des Krieges in der Ukraine die sich abzeichnende Erholung, so dass im Jahr 2022 lediglich ein Anstieg des BIP von 1,8% und im Jahr 2023 ein Rückgang des BIP von 0,3% zu verzeichnen war. Im Jahr 2024 wird ein marginales BIP-Wachstum von 0,2% prognostiziert. In den Jahren 2025 bis 2029 soll sich das jährliche BIP-Wachstum in Deutschland zwischen 0,7% und 1,5% stabilisieren.¹⁴

Inflation

Die Inflationsrate ist in Deutschland aufgrund des zunehmenden Rohstoffmangels und höherer Rohstoffpreise auf 3,2% im Jahr 2021 gestiegen. Im Jahr 2022 war durch den anhaltenden Russland-Ukraine-Konflikt und den weiteren Anstieg der Rohstoffpreise, die erhebliche Energieverteuerung, die belasteten Lieferketten sowie den zunehmenden Preisdruck ein Anstieg der Inflationsrate auf 8,7% zu verzeichnen. Aufgrund der zeitverzögerten Weitergabe der ohnehin in der Vergangenheit gestiegenen Lebensmittel- und Energiepreise sowie der Folgen des Krieges in der Ukraine verblieb die Inflation im Jahr 2023 auf einem hohen Niveau von

¹⁴ Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2024.

6,0%. Nach einem erwarteten Rückgang im Jahr 2024 auf 2,4% soll sich die Inflationsrate in den Jahren 2025 bis 2029 voraussichtlich auf ein Niveau von 2,0% stabilisieren.¹⁵

Zinsentwicklung

Die Akquisition von Immobilien durch die BBI AG erfolgt unter Inanspruchnahme von Fremdkapital, so dass die Entwicklung des allgemeinen Zinsniveaus von wesentlicher Bedeutung für die BBI AG ist.

Der Hauptrefinanzierungssatz der EZB (Leitzins) liegt seit dem 6. Juni 2024 bei 4,25%.¹⁶ Der EZB-Rat hat in der Pressekonferenz vom 6. Juni 2024 auf Grundlage der Inflationsaussichten und ihrer Dynamik sowie der Stärke der geldpolitischen Transmission beschlossen, die Leitzinssätze von 4,50% um jeweils 0,25 Basispunkte zu senken. So ist die Inflation seit der Sitzung des EZB-Rats im September 2023 um mehr als 2,5%-Punkte zurückgegangen. Eine restriktive Geldpolitik soll seitens der EZB solange wie nötig beibehalten werden, um die mittelfristige Zielinflationsrate von 2% zu erreichen.¹⁷

Die Entwicklung der Kapitalmarktzinsen der letzten Jahre spiegelt sich auch in den gestiegenen Renditen von 10-jährigen deutschen Staatsanleihen wider. So ist die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen von rd. -0,3% im April 2021 auf rd. 2,5% im April 2024 gestiegen.¹⁸ Die Verzinsung der Staatsanleihen dient regelmäßig als Maßstab für den Zinssatz einer risikofreien Alternativanlage am deutschen Kapitalmarkt.

Die Zinsen für Wohnungsbaukredite leiten sich durch einen Risikoaufschlag auf die Rendite der Staatsanleihen ab und folgen somit grundsätzlich deren Verlauf. Der effektive Jahreszinssatz für Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit einer Zinsbindung von 5 bis 10 Jahren ist von rd. 1,1% im April 2021 auf rd. 3,6% im April 2024 gestiegen.¹⁹ Vor dem Hintergrund einer Entspannung des Preisdrucks und einer ersten Senkung des Leitzinses im Juni 2024 kann davon ausgegangen werden, dass die Zinsen für Wohnungsbaukredite auf einem vergleichbaren Niveau verbleiben oder auf ein leicht niedrigeres Niveau absinken.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld nach einer leichten konjunkturellen Erholung im Jahr 2021 mit einem Anstieg der Inflationsrate in den Jahren 2022 und 2023 aufgrund der Auswirkungen des Russland-Ukraine-Konflikts wieder verschlechtert hat. Im Jahr 2024 soll das gesamtwirtschaftliche Umfeld durch eine anhaltende Unsicherheit geprägt sein und das Wirtschaftswachstum begrenzen. In dem für die BBI

¹⁵ Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2024.

¹⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank, EZB-Zinssätze, Juli 2021.

¹⁷ Vgl. EZB, Pressemitteilung vom 06.06.2024, <https://www.bundesbank.de/re-source/blob/920386/02202433df69171d0329ea9d973a5ffe/mL/2024-06-06-beschluesse-download.pdf> abgerufen am 18.06.2024.

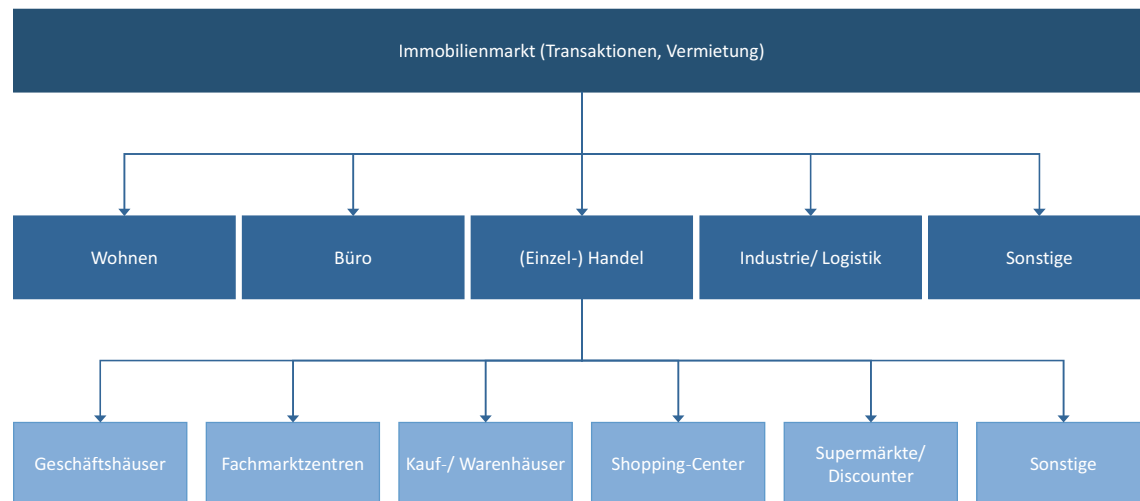
¹⁸ Vgl. Deutsche Bundesbank, Rendite der jeweils jüngsten Bundesanleihe mit einer vereinbarten Laufzeit von 10 Jahren, Juni 2024.

¹⁹ Vgl. Deutsche Bundesbank, Wohnungsbaukredite an private Haushalte, Juni 2024.

AG relevanten deutschen Markt sehen die Prognosen des IMF erst in den Jahren 2025 bis 2029 eine Stabilisierung des wirtschaftlichen Umfelds vor.

Immobilienmarkt in Deutschland

Der Immobilienmarkt kann entsprechend der Hauptnutzungsart der Immobilien wie folgt strukturiert werden²⁰:



Quelle: Savills, Market in Minutes: Investmentmarkt Deutschland, Juni 2024; Savills, Handelsimmobilienmarkt 2023, Januar 2024.

Das Grundstücks- und Wohnungswesen ist grundsätzlich durch moderate Wertschöpfungszuwächse sowie geringe Schwankungen gekennzeichnet und machte im Jahr 2023 einen Anteil von 10,0% der gesamten Bruttowertschöpfung aus.²¹ So verzeichneten die Immobiliendienstleister im Jahr 2023 eine Steigerung der Bruttowertschöpfung von rd. 1% im Vergleich zum Vorjahr. Der zusammengefasste Bereich „Handel, Verkehr und Gastgewerbe“ zeichnete sich durch einen Rückgang der Bruttowertschöpfung um rd. 1% im Vorjahresvergleich aus. Ursächlich hierfür waren die Einbußen im Groß- und Einzelhandel insbesondere aufgrund der gesunkenen Konsumausgaben der privaten Haushalte sowohl bei den Verbrauchsgütern, wie insbesondere Nahrung, Getränke und Tabakwaren, als auch bei kurz- und langlebigen Gebrauchsgütern, zum Beispiel Bekleidung, Schuhe sowie Einrichtungsgegenstände und Haushaltsgeräte.²²

Aufgrund der Stagnation bei der Binnenwanderung, eines schlechteren Geschäftsklimas und der rückläufigen Entwicklung des Einzelhandels sowie des steigenden Zinsniveaus fiel das

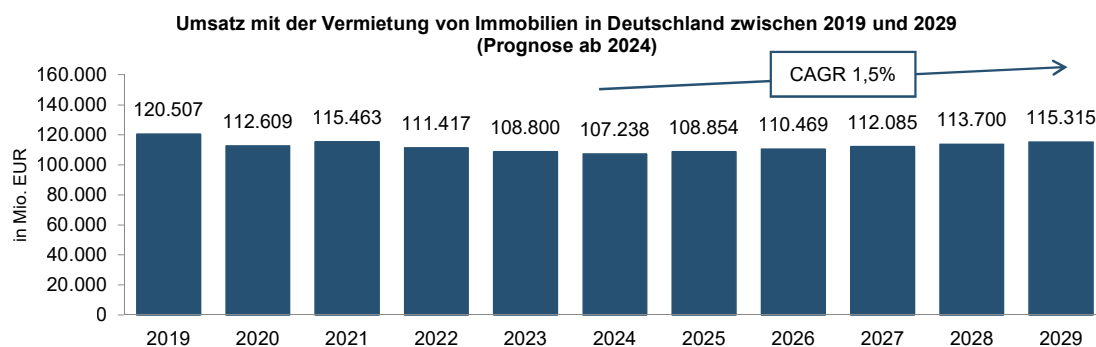
²⁰ Vgl. Savills: Market in Minutes: Investmentmarkt Deutschland, Juni 2024; Savills: Handelsimmobilienmarkt 2023, Januar 2024.

²¹ Vgl. GdW Information 168, Die gesamtwirtschaftliche Lage in Deutschland 2023/2024, 2024, S. 4.

²² Vgl. GdW Information 168, Die gesamtwirtschaftliche Lage in Deutschland 2023/2024, 2024, S. 3 ff.

Wachstum des Beitrags der Immobilienvermietung zum BIP schwächer als das gesamtwirtschaftliche Wachstum des BIP aus.²³

Der deutsche Immobilienvermietungsmarkt verzeichnete in den Jahren 2019 bis 2024 einen durchschnittlichen Rückgang von rd. 2,3% p.a. Ursächlich hierfür ist insbesondere die stagnierende wirtschaftliche Entwicklung von Einzelhandelsflächen, die durch einen Anstieg der Mieten sowohl für Büro- als auch für Wohnimmobilien vor allem in Ballungszentren nicht überkompensiert werden konnte. Gemäß den Schätzungen von IBISWorld soll das Marktvolumen der Immobilienvermietung in den Jahren 2024 bis 2029 um rd. 1,5% p.a. wachsen²⁴:



Quelle: IBISWorld, Branchenreport, Vermietung von Immobilien, Februar 2024.

Eine Ausweitung der Homeoffice-Tätigkeit sowie ein stagnierendes Angebot auf dem Wohnungsmarkt in den Großstädten sollen zu einer Steigerung der Wohnungsmieten vor allem in suburbanen Gegenden führen. Ein steigender Anteil an Bürojobs sowie alternative Arbeitsplatzmodelle, wie z.B. Coworking, führen weiterhin zu einer hohen Nachfrage nach Büroflächen, wobei die Flexibilisierung des Arbeitsplatzes den Anstieg der Nachfrage voraussichtlich ausbremsen wird.

Mieten im Gewerbeimmobilienmarkt in Deutschland

Der Gewerbeimmobilienmarkt steht angesichts der konjunkturellen Lage sowie der strukturellen Umbrüche vor großen Herausforderungen. Insbesondere die zunehmende Digitalisierung in Deutschland stellt ein Risiko für den Markt der Gewerbeimmobilien dar, wodurch weniger Laden- sowie Büroflächen benötigt werden.²⁵ So ist bspw. der Flächenumsatz der deutschen Büromärkte von 3.435 Tsd. m² im Jahr 2022 auf 2.601 Tsd. m² im Jahr 2023 zurückgegangen. Weiterhin sind eine Differenzierung des Angebots an Mietflächen und damit einhergehende Preisaufschläge gegenüber den lokalen Marktmieten nur schwer durchsetzbar, so dass die zu

²³ Vgl. IBISWorld, Branchenreport, Verwaltung von Immobilien, April 2024, S. 27; IBISWorld, Branchenreport, Vermietung von Immobilien, April 2024, S. 25, 28.

²⁴ Vgl. IBISWorld, Branchenreport, Vermietung von Immobilien, Februar 2024, S. 15.

²⁵ Vgl. IBISWorld, Branchenreport, Vermietung von Immobilien, Februar 2024, S. 59.

erzielenden Mieterlöse im Wesentlichen vom Standort und der Beschaffenheit der Gewerbeimmobilien abhängig sind.

Der Einzelhandelssektor als Teil des Gewerbeimmobilienmarkts unterliegt grundsätzlich einem strukturellen Wandel, der sich durch die COVID-19-Pandemie und die damit einhergehende zunehmende Digitalisierung der Ladenflächen, Verkleinerung der angemieteten Flächen sowie Filialschließungen verstärkt hat. Der daraus resultierende Anstieg der Leerstandsquote bei Gewerbe- und insbesondere für Einzelhandelsimmobilien wirkte sich negativ auf die Immobilienvermietung und ihre Auftragssituation aus.²⁶ Zukünftig wird zwar von einer Verringerung der Leerstandsquote im stationären Einzelhandel ausgegangen, jedoch wird diese insbesondere durch den Wechsel vieler Verbraucher zum Online-Handel ausgebremst.²⁷

Die Spitzenmieten bei deutschen Einzelhandelsimmobilien, die die Mieten für hochwertige Vermietungsflächen in der besten Lage abbilden, sind von etwa 225 EUR/m² im Jahr 2009 sukzessive auf rd. 290 EUR/m² im Jahr 2017 angestiegen. Ursächlich hierfür waren im Wesentlichen eine rückläufige Arbeitslosigkeit, eine niedrigere Inflation, das Bevölkerungswachstum sowie ein florierender Städtetourismus. Das parallele Angebot von Online- sowie dem stationärem Handel führte jedoch zu steigenden Kosten bei unterproportional steigenden Umsatzerlösen im Einzelhandel, so dass die Spitzenmieten in den Jahren 2017 und 2019 auf einem hohen Niveau stagnierten. Die COVID-19-Pandemie sowie der anschließende, aus den steigenden Energie- und Rohstoffpreisen resultierende und durch den Angriff Russlands auf die Ukraine verstärkte Anstieg der Inflationsraten führte zu einem Rückgang der Spitzenmieten auf unter 250 EUR/m² bis zum Jahr 2023. Die Entwicklung der Spitzenmieten im Jahr 2023 zeichnete sich durch eine Abschwächung des Rückgangs und eine Stabilisierung insbesondere aufgrund der gestiegenen Nachfrage aus.²⁸

In Bayern entwickelten sich die Spitzenmieten im Einzelhandel bis zum Jahr 2021 vergleichbar zu denen im Bundesgebiet. Allerdings variieren die Spitzenmieten im Vergleich der bayerischen Oberzentren. So zeigte sich im Jahr 2021 eine Spanne von rd. 37 EUR/m² in Fürth bis 315 EUR/m² in München, wobei München ein klarer Spitzenreiter bei den Handelsmieten ist. So lag die Spitzenmiete der bayerischen Landeshauptstadt über dem Durchschnitt der Top-7-Städte von 265 EUR/m² sowie deutlich über der zweithöchsten Spitzenmiete von 140 EUR/m² in Nürnberg.²⁹ Auch im Jahr 2023 lag die Spitzenmiete in München mit 315 EUR/m² deutlich über dem Durchschnitt der Top-7-Städte Deutschlands.³⁰

Transaktionen im Gewerbeimmobilienmarkt in Deutschland

Das Volumen im deutschen Transaktionsmarkt für Gewerbeimmobilien ist gemäß Savills in den Jahren 2015 bis 2023 um durchschnittlich rd. 11,4% p.a. gesunken und spiegelt damit das

²⁶ Vgl. IBISWorld, Branchenreport, Verwaltung von Immobilien, April 2024, S. 20; IBISWorld, Branchenreport, Vermietung von Immobilien, Februar 2024, S. 12.

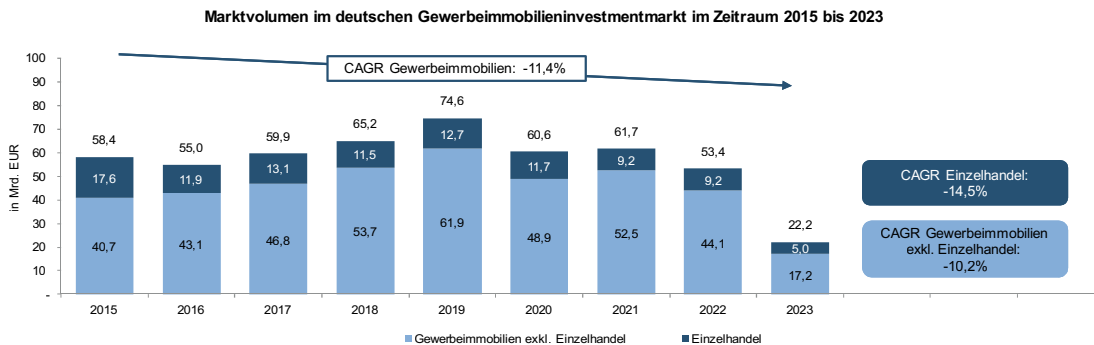
²⁷ Vgl. IBISWorld, Branchenreport, Verwaltung von Immobilien, April 2024, S. 34.

²⁸ Vgl. DZ HYP, Regionale Immobilienzentren Deutschland 2024, März 2024, S. 15.

²⁹ Vgl. DZ HYP, Immobilienmarkt Bayern 2022, Mai 2022, S. 9.

³⁰ Vgl. BNP Paribas, In a Nutshell: Retail-Vermietungsmarkt Deutschland, Q4 2023.

veränderte und schwierige Finanzierungsumfeld wider. Der durchschnittliche Rückgang des Transaktionsvolumens im Einzelhandel betrug in den Jahren 2015 bis 2023 rd. 14,5% p.a.³¹



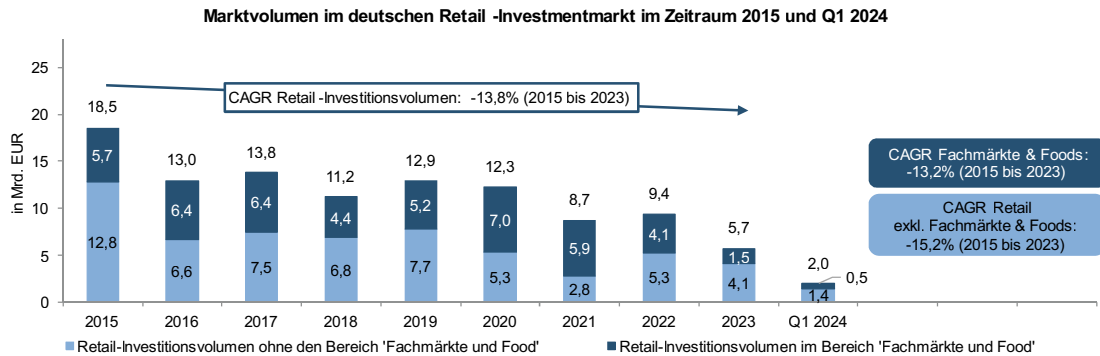
Quelle: Savills, Market in Minutes: Investmentmarkt Deutschland, Juni 2024.

Das aktuelle Umfeld des Transaktionsmarktes für Gewerbeimmobilien in Deutschland ist von erheblichen Unsicherheiten hinsichtlich der zukünftigen Konjunktur- und Zinsentwicklung geprägt, die das Transaktionsvolumen erheblich beeinflussen und dazu führen, dass institutionelle Investoren sowie Projektentwickler konservativer agieren. Als weiterer limitierender Faktor des Transaktionsmarktes ist weiterhin die schwache Konjunktur zu nennen. Gleichzeitig werden jedoch Anzeichen einer gesamtwirtschaftlichen Erholung, wie z.B. ein kontinuierlicher Rückgang der Inflation sowie der Zinsen, sichtbar, die die Transaktionsmärkte stabilisieren sollten.³²

Auch der Retail-Transaktionsmarkt ist gemäß BNP Paribas Real Estate (BNPPRE) im Zeitraum 2015 bis 2023 durch einen Abwärtstrend gekennzeichnet. So ist das Retail-Transaktionsvolumen gemäß BNPPRE in den Jahren 2015 bis 2023 durchschnittlich um rd. 13,8% p.a. zurückgegangen. Im 1. Quartal 2024 konnte dagegen der Retail-Transaktionsbereich mit einem Gesamtvolumen von 1,97 Mrd. EUR ein solides Ergebnis verzeichnen. Ursächlich hierfür waren vor allem die sich verbessernden Marktbedingungen, insbesondere bezüglich der mittlerweile fortgeschrittenen Preisfindungsprozesse.

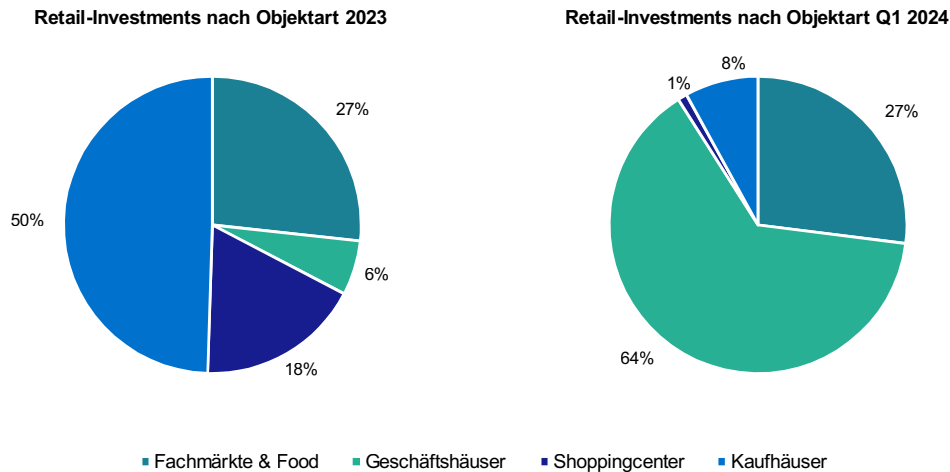
³¹ Vgl. Savills, Market in Minutes: Investmentmarkt Deutschland, Juni 2024, S. 2.

³² Vgl. BNP Paribas Real Estate, Retail-Investmentmarkt Deutschland – Q1 2024, Retail-Investmentmarkt Deutschland - Q4 2023.



Quelle: BNP Paribas Real Estate, Retail-Investmentmarkt Deutschland – Q1 2024

Die Einzelhandelssparte lag dabei im 1. Quartal 2024 im Vergleich der Assetklassen mit einem Marktanteil von rd. 36% vor den Transaktionen in Logistikobjekte (rd. 25%) und Büroobjekte (rd. 16%).³³ Die Retail-Transaktionen gliedern sich entsprechend der Objektart im Jahr 2023 sowie im 1. Quartal 2024 wie folgt auf:



Quelle: BNP Paribas Real Estate, Retail-Investmentmarkt Deutschland – Q1 2024

Während der Bereich „Fachmärkte & Food“ mit einem Anteil von rd. 27% auf dem Niveau des Jahres 2023 verharrt, blieb das Transaktionsvolumen des Bereichs „Shoppingcenter“ mit rd. 1% im 1. Quartal 2024 deutlich hinter dem Jahr 2023 mit einem Anteil von rd. 18% zurück.³⁴ Aufgrund von Portfolioverkäufen kann damit gerechnet werden, dass die Transaktionen im Bereich der Fachmärkte im Jahresverlauf noch steigen dürften.³⁵

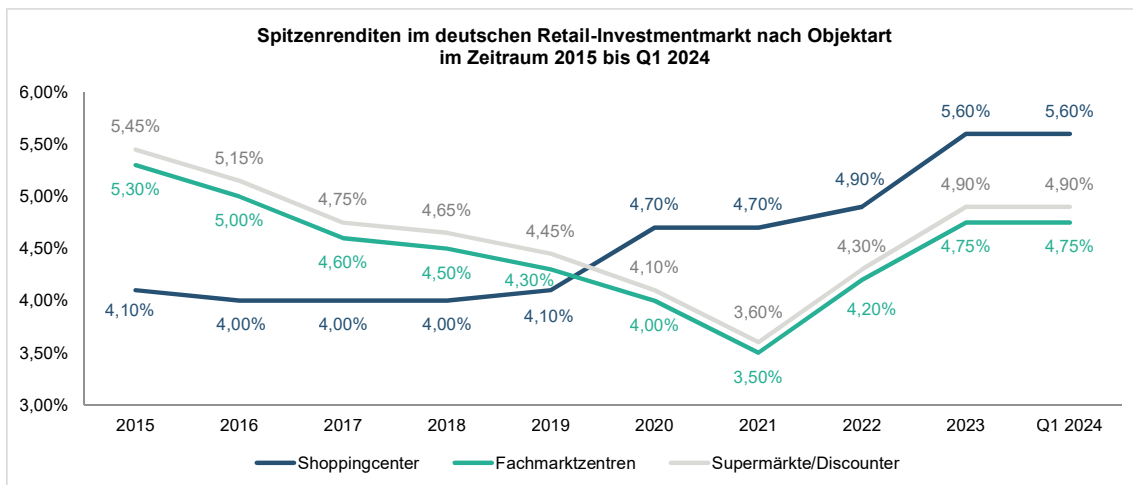
³³ Vgl. BNP Paribas Real Estate, Retail-Investmentmarkt Deutschland – Q1 2024, März 2024, S. 2.

³⁴ Vgl. BNP Paribas Real Estate, Retail-Investmentmarkt Deutschland Q1 2024, 2024, S. 2.

³⁵ Vgl. BNP Paribas Real Estate, Retail-Investmentmarkt Deutschland Q1 2024, 2024, S. 4.

Die Entwicklung der Spitzenrenditen bei deutschen Handelsimmobilien zeichnete sich in den Jahren 2022 und 2023 insbesondere aufgrund der Entwicklungen an den Anleihen- und Kreditmärkten durch ein Wachstum über alle Assetklassen aus. So sind die Spitzenrenditen in den Top-7-Städten³⁶ Deutschlands im Durchschnitt über alle Objektarten um rd. 0,5%-Punkte im Jahr 2023 gegenüber dem Vorjahr gestiegen.

Die Entwicklung der Spitzenrenditen gliedert sich entsprechend der Objektart im Zeitraum 2015 bis zum 1. Quartal 2024 wie folgt auf:



Quelle: BNP Paribas Real Estate, Retail-Investmentmarkt Deutschland Q1 2024

Im Betrachtungszeitraum stieg die Spitzenrendite bei Shoppingcentern insgesamt um rd. 1,5%-Punkte auf 5,60% bis zum Jahr 2023, während sich die Spitzenrenditen bei Fachmarktzentren und Supermärkten/Discounter um jeweils rd. 0,6%-Punkte auf 4,75% bzw. 4,90% bis zum Jahr 2023 verminderten.

Im Vergleich der Top-7-Städte³⁷ war die Spitzenrendite im Jahr 2023 in München mit 3,45% am niedrigsten, wobei Berlin mit einer Spitzenrendite von 3,70% die zweitniedrigste Rate aufweist.

Im 1. Quartal 2024 waren vorerst keine weiteren Preisrückgänge im Premiumsegment zu beobachten. Insbesondere die Highstreet-Transaktionen trugen zu der positiven Entwicklung der Spitzenrenditen 1. Quartal 2024 bei. Für den weiteren Verlauf des Jahres 2024 wird erwartet, dass sich die Preisanpassungsprozesse deutlich weniger dynamisch gestaltet werden, so dass die Renditeanstiege unwesentlich ausfallen sollten.³⁸

³⁶ Vgl. BNP Paribas Real Estate, Retail-Investmentmarkt Deutschland Q1 2024, 2024, S.3: Top-7-Städte: Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, Stuttgart, München.

³⁷ Top-7-Städte: Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, Stuttgart, München.

³⁸ Vgl. BNP Paribas Real Estate, Retail-Investmentmarkt Deutschland Q1 2024, 2024, S. 3 f.

Wettbewerbsumfeld

Die Branche der gewerblichen Immobilienvermieter weist eine äußerst geringe Marktkonzentration auf.³⁹ Ursächlich hierfür sind eine große Anzahl von kleinen Vermietern, die lediglich ein paar Wohnungen oder Gewerbeflächen vermieten. Die wenigen großen Akteure waren in den letzten Jahren verstärkt darum bemüht, ihre Anteile durch Übernahmen und Fusionen auszubauen.⁴⁰

Die wichtigsten Abnehmer der Branche der Immobilienvermieter sind Unternehmen, die für gewerbliche Zwecke Immobilien benötigen. Die Nachfrage nach Gewerbeimmobilien ist grundsätzlich in den Metropolen und der angrenzenden Peripherie relativ hoch, so dass die Leerstandsquote entsprechend niedrig ist. Angesichts des geringen Angebots bieten sich vielen potenziellen Mietern, die auf Immobilien in zentraler Lage angewiesen sind, wenig Alternativen, so dass ihre Marktmacht eher gering ausfällt. In ländlichen Gebieten fällt die Leerstandsquote aufgrund der geringeren Nachfrage häufig höher als im urbanen Raum aus, woraus sich eine bessere Verhandlungsposition für Mieter ergibt.⁴¹

Chancen und Risiken der BBI AG

Die BBI AG ist als börsennotierter Immobilienbestandshalter einer Reihe von Risiken ausgesetzt, welche im Folgenden näher erläutert werden.⁴²

Die derzeitige gesamtwirtschaftliche und branchenspezifische Lage in Deutschland kann u.a. aufgrund des hohen Zinsniveaus als herausfordernd bezeichnet werden. Die BBI AG setzt auf ein diversifiziertes und bonitätsstarkes Mieterklientel, um den gesamtwirtschaftlichen und branchenspezifischen Risiken entgegenzuwirken.

Als Immobiliengesellschaft unterliegt die BBI AG einem gewissen Mierrisiko, das mögliche Mietausfälle bzw. ausstehende Mietzahlungen umfasst. Die BBI AG hebt sich mit einer Leerstandsquote ihres Immobilienportfolios zum 31. Dezember 2023 sowie zum Tag der Abgabe unseres Prüfungsberichts von jeweils 0% im Vergleich zur Leerstandsquote der Büroimmobilien in Deutschland in Höhe von 5,6% im Jahr 2023 ab.

Weiterhin bilden insbesondere der Zustand der Verkehrsinfrastruktur, die Entwicklung der Absatzmärkte und die Kaufkraft sowie das vorhandene Arbeitskräftepotenzial das Standortrisiko der BBI AG ab, die die Qualität der Immobilienstandorte bestimmen und auf die die BBI AG grundsätzlich keinen Einfluss hat.

Weiterhin ist die BBI AG grundsätzlich einem Risiko in Bezug auf den Erwerb von Immobilien bzw. Objektgesellschaften ausgesetzt. Da die BBI AG den Großteil ihres Immobilienportfolios

³⁹ Vgl. IBISWorld, Branchenreporte, Vermietung von Immobilien, Februar 2024, S. 52.

⁴⁰ Vgl. IBISWorld, Branchenreporte, Vermietung von Immobilien, Februar 2024, S. 43 f.

⁴¹ Vgl. IBISWorld, Branchenreporte, Vermietung von Immobilien, Februar 2024, S. 47.

⁴² Vgl. Prüfungsbericht der BBI AG zum 31.12.2023, Anlage II, S. 14 ff.

veräußert hat und auskunftsgemäß keine Akquisitionen anstrebt, ist das Akquisitionsrisiko als gering einzustufen.

Darüber hinaus stuft die BBI AG insbesondere aufgrund des gegenüber den Vorjahren reduzierten Darlehensvolumens gegenüber Kreditinstituten das Finanzierungsrisiko als gering ein. Auch ein Zinsänderungsrisiko wird als gering beurteilt, da die BBI AG nicht mit einem weiteren Anstieg der Finanzierungszinsen rechnet.

Aus neuer Gesetzgebung sowie geänderten rechtlichen Rahmenbedingungen ergeben sich Rechtsrisiken für die BBI AG. Zusätzlich unterliegt die BBI AG Vertragsrisiken, welche Vereinbarungen mit Mietern, Kunden und sonstigen Geschäftspartnern, wie z.B. Miet- und Kaufverträge, Verträge mit Generalunternehmen, Dienstleistungs- und Beraterverträge etc., betreffen. Durch die interne und externe Prüfung unter juristischen Aspekten werden diese Risiken von der BBI AG minimiert.

Trotz der derzeitigen Risikolage sind weiterhin sowohl die gesamtwirtschaftlichen als auch die branchenspezifischen Voraussetzungen für eine positive Geschäftsentwicklung der BBI AG gegeben.

Die Veräußerung von mehreren Bestandsobjekten hat zu einem signifikanten Veräußerungsgewinn der BBI AG geführt. Der Verkauf von Bestandsobjekten bietet grundsätzlich die Chance, liquide Mittel sowie Veräußerungsgewinne zu erzielen, so dass die BBI AG auch zukünftig sich bietende Verkaufsoportunitäten für die noch im Bestand verbleibenden Immobilien prüfen und bei entsprechenden Renditen weitere Verkäufe tätigen wird.

Zusätzlich ergeben sich für die BBI AG Chancen durch Mietverträge, in denen sich die Miethöhe in der Regel einem Lebenshaltungskostenindex anpasst. Aufgrund der steigenden Mieterlöse ist die hohe Rentabilität der Immobilien grundsätzlich langfristig gegeben und eine Kompensation der steigenden Kosten durch die allgemeine Teuerung gewährleistet.

1.4. 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 BBI AG, an dem die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die VIB Vermögen AG zur Beschlussfassung vorgelegt wird.

Die ordentliche Hauptversammlung der BBI AG, auf der der Beschluss zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gefasst werden soll, ist für den 13. August 2024 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 13. August 2024 gewählt.

2. Ermittlung des Unternehmenswertes anhand des DCF-Verfahrens

Wir haben die Durchführung der Bewertung durch die Bewertungsgutachterin in allen wesentlichen Schritten, insbesondere hinsichtlich der Ableitung der geplanten ausschüttbaren Ergebnisse, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes und der Kapitalisierung auf den Bewertungsstichtag nachvollzogen und rechnerisch durch Abbildung in einem eigenen Bewertungsmodell überprüft.

Da der Bewertungsstichtag der 13. August 2024 ist, sind der Bewertung alle nach dem 13. August 2024 anfallenden Überschüsse der BBI AG (einschließlich des laufenden Jahres) zugrunde zu legen. Als technischer Bewertungsstichtag wurde der 31. Dezember 2023 festgelegt. Alle prognostizierten Überschüsse wurden auf diesen technischen Bewertungsstichtag abgezinst. Der sich zum 31. Dezember 2023 ergebende DCF-Wert wurde dann mit den Eigenkapitalkosten auf den 13. August 2024 aufgezinst und der Ermittlung der Barabfindung zugrunde gelegt.

Unsere Prüfungshandlungen und -feststellungen stellen wir nachfolgend dar:

2.1. Vorgehensweise

Die Wertermittlung der Bewertungsgutachterin basiert auf einer vom Vorstand der BBI AG beschlossenen und vom Aufsichtsrat genehmigten Budgetplanung für das Jahr 2024 sowie Fortschreibung für die Jahre 2025 bis 2033. Hinsichtlich weiterer Erläuterungen der der Bewertung zugrunde liegenden Planung und des Planungsprozesses verweisen wir auf unsere Ausführungen in Abschnitt C.II.2.4.a).

Wir haben eine Plausibilisierung der wesentlichen Planungs- und Bewertungsprämissen durchgeführt. Hierauf aufbauend haben wir die methodische und rechnerische Richtigkeit der DCF-Wertableitung mittels eines eigenen Bewertungsmodells, das auf einer integrierten Bilanz-, Finanz- und Ertragsplanung basiert, überprüft.

2.2. Bewertungsverfahren

Die Bewertungsgutachterin hat die in der Stellungnahme IDW S 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in der Fassung vom 2. April 2008 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 BBI AG aus dem DCF-Wert des operativen Geschäfts und dem Wert der gesondert bewerteten Vermögenswerte.

Die vorstehende Vorgehensweise zur Wertableitung ist nach unserer Auffassung sachgerecht und bildet die BBI 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. Das Bewertungsmodell stand uns in elektronischer Form zur Verfügung. Davon ausgehend haben wir die rechnerische Richtigkeit des Bewertungsmodells nachvollzogen. Die Bewertungsergebnisse haben wir ferner auf Basis einer eigenen Bewertung mittels eines eigenen Bewertungsmodells plausibilisiert. 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 BBI AG als auch mit der Bewertungsgutachterin und ihren Mitarbeitern. Auf Nachfrage wurden uns zu Einzelfragen die benötigten Detailinformationen zur Verfügung gestellt.

2.3. Vergangenheitsbereinigung

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 Vermögens-, Finanz- und Ertragslage für die Jahre 2021 bis 2023 analysiert und für Zwecke der Vergleichbarkeit um außerordentliche und periodenfremde Ergebniseffekte bereinigt.

Wir haben die vorgenommenen Bereinigungen der Vergangenheitsergebnisse überprüft und im Rahmen unserer Planungsgespräche sowie mit der Bewertungsgutachterin diskutiert. Die sich daraus ergebende bereinigte historische Ertragslage haben wir ebenfalls als Ausgangspunkt für unsere Plausibilisierungsarbeiten herangezogen.

Die Bereinigungen der Jahre 2021 bis 2023 sind nachfolgend dargestellt:

Jahr 2021

BBI AG Gewinn- und Verlustrechnung	Ist	Bereinigung	Bereinigt
in TEUR	2021	2021	2021
Umsatzerlöse	15.596	203	15.799
Materialaufwand	(1.991)	-	(1.991)
Rohertrag	13.605	203	13.808
Personalaufwand	(26)	-	(26)
Sonstige betriebliche Erträge	231	(188)	43
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(225)	-	(225)
EBITDA	13.585	15	13.600
Abschreibungen	(4.134)	-	(4.134)
EBIT	9.450	15	9.465
<i>EBIT-Marge</i>	<i>60,6%</i>		<i>59,9%</i>

Die Bereinigungen der Umsatzerlöse des Jahres 2021 betreffen Erträge aus Mieterlassen in Höhe von 203 TEUR, die im Zuge der COVID-19-Pandemie einzelnen Mietern der BBI AG gewährt wurden.

Die sonstigen betrieblichen Erträge des Jahres 2021 wurden um Erträge aus Versicherungsleistungen in Höhe von 188 TEUR bereinigt, die die BBI AG aufgrund eines im Jahr 2017 entstandenen Brandschadens in einer Immobilie in Goch erhalten hat.

Jahr 2022

BBI AG Gewinn- und Verlustrechnung	Ist	Bereinigung	Bereinigt
in TEUR	2022	2022	2022
Umsatzerlöse	16.072	74	16.146
Materialaufwand	(2.257)	-	(2.257)
Rohrertrag	13.815	74	13.889
Personalaufwand	(33)	-	(33)
Sonstige betriebliche Erträge	346	(250)	96
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(146)	-	(146)
EBITDA	13.983	(176)	13.807
Abschreibungen	(4.120)	-	(4.120)
EBIT	9.864	(176)	9.688
<i>EBIT-Marge</i>	<i>61,4%</i>		<i>60,0%</i>

Die Bereinigungen der Umsatzerlöse des Jahres 2022 betreffen weitere Erträge aus Mieterlassen in Höhe von 74 TEUR im Zuge der COVID-19-Pandemie.

Die sonstigen betrieblichen Erträge des Jahres 2022 wurden um weitere Erträge aus Versicherungsleistungen für den Brandschaden in der Immobilie in Goch in Höhe von 250 TEUR bereinigt.

Jahr 2023

BBI AG Gewinn- und Verlustrechnung	Ist	Bereinigung	Bereinigt
in TEUR	2023	2023	2023
Umsatzerlöse	7.474	-	7.474
Materialaufwand	(1.659)	-	(1.659)
Rohrertrag	5.815	-	5.815
Personalaufwand	(66)	-	(66)
Sonstige betriebliche Erträge	77.401	(77.399)	2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(525)	-	(525)
EBITDA	82.625	(77.399)	5.226
Abschreibungen	(1.891)	-	(1.891)
EBIT	80.734	(77.399)	3.335
<i>EBIT-Marge</i>	<i>1080,2%</i>		<i>44,6%</i>

Die Bereinigung der sonstigen betrieblichen Erträge betreffen im Jahr 2023 den Gewinn aus der Veräußerung eines Portfolios aus 24 Einzelhandelsimmobilien in Höhe von 77.399 TEUR.

Unter Berücksichtigung dieser Bereinigungen beträgt die EBIT-Marge der BBI AG im Jahr 2021 59,9%, im Jahr 2022 60,0% sowie im Jahr 2023 44,6%.

Über die hier dargestellten Bereinigungen hinaus haben wir keine weiteren Anpassungen im Rahmen der Normalisierung der operativen Ergebnisse vorgenommen. Wir haben die von der Bewertungsgutachterin angesetzten Bereinigungen inhaltlich sowie der Höhe nach nachvollzogen und beurteilen diese als sachgerecht.

2.4. Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

a) Zugrunde liegende Planung und Planungsprozess

Für das Bewertungsobjekt wurde nach den Grundsätzen des IDW S 1 – 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.

Die der Bewertung zugrunde gelegte Detailplanungsphase basiert auf der von der BBI AG zur Verfügung gestellten Budgetplanung für das Jahr 2024 und einer Fortschreibung für die Jahre 2025 bis 2033, bestehend aus einer Ertrags- und einer Investitionsplanung.

Die Budgetplanung der BBI AG für das Jahr 2024 ist das Ergebnis des jährlich stattfindenden Planungsprozesses, der im November eines jeden Jahres beginnt und im Frühjahr eines darauf folgenden Jahres abgeschlossen ist.

Der Planungsprozess beginnt mit einer bottom-up erstellten Planung der wesentlichen Planungsparametern, wie der Mieterträge, der Nebenkosten, der Investitionen und Instandhaltungen sowie der Leerstandsquote. Ausgehend von diesen Planungsparametern werden durch das Asset-Controlling des Konzerns der VIB Vermögen AG die relevanten Parameter unter Berücksichtigung der immobilienpezifischen Festlegungen ermittelt und in einer Planungsrechnung konsolidiert. Anschließend wird die Planungsrechnung dem Vorstand und dem Aufsichtsrat der BBI AG vorgelegt.

Vor dem Hintergrund der im Juni 2024 geplanten Veräußerung von drei Einzelhandelsimmobilien erstreckte sich die Erstellung der Planungsrechnung für das Jahr 2024 bis in den Juni 2024, um die entsprechenden Auswirkungen des Immobilienverkaufs sachgerecht abzubilden. Anschließend erfolgte eine Fortschreibung der Budgetplanung 2024 für den Zeitraum 2025 bis 2033 durch den Vorstand der BBI AG.

Die Planung für das Budgetjahr 2024 und die Fortschreibung für die Jahre 2025 bis 2033 wurden vom Vorstand der BBI AG am 24. Juni 2024 beschlossen sowie vom Aufsichtsrat in der Sitzung am 24. Juni 2024 genehmigt.

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

Die Bewertungsgutachterin hat die Planungsrechnung für die Jahre 2024 bis 2033 der BBI AG grundsätzlich übernommen. Darüber hinaus wurden Modifikationen bzw. Ergänzungen durch die Bewertungsgutachterin für die folgenden Sachverhalte vorgenommen:

- Anpassung der sonstigen betrieblichen Erträge an die geplanten Kaufpreise der drei zum Verkauf stehenden Einzelhandelsimmobilien,
- Anpassung der Abschreibungen an die Investitionsplanung der Gesellschaft,
- Eliminierung des Personalaufwands aufgrund des Ansatzes der Pensionsrückstellungen als Sonderwert,
- Ermittlung des Finanzergebnisses über eine Finanzbedarfsrechnung,
- Berechnung von Unternehmensteuern,
- Erweiterung der Unternehmensplanung um den Ansatz eines nachhaltig erzielbaren Ergebnisses für die Jahre 2033 ff.

Zu den einzelnen Modifikationen bzw. Ergänzungen nehmen wir im Rahmen der Darstellung unserer Prüfungsergebnisse in den folgenden Abschnitten Stellung.

Die Planung der BBI AG erfolgte auf stand-alone Basis. Unechte Synergien zwischen der BBI AG und der VIB Vermögen AG sind aufgrund der langjährigen Einbindung der BBI AG in den Konzern der VIB Vermögen AG in der Planungsrechnung enthalten. Synergieeffekte, die nur im Rahmen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von der Gesellschaft auf die Hauptaktionärin entstehen, sind bei der Ermittlung des DCF-Werts nicht anzusetzen.

b) Planungstreue

Zur Beurteilung der Planungstreue wurde uns von der Bewertungsgutachterin ein Plan-Ist-Vergleich für die Jahre 2021 bis 2023 zur Verfügung gestellt. Den Planzahlen wurden die unbereinigten Ergebnisse gegenübergestellt. Die Ergebnisse können den folgenden Tabellen entnommen werden.

Plan-Ist-Vergleich Jahr 2021

BBI AG Plan-Ist-Vergleich (unbereinigt)		Plan	Ist	Delta	
in TEUR		2021		absolut	in %
Umsatzerlöse		15.425	15.596	171	1,1%
EBIT		9.077	9.450	373	4,1%
KPI's					
EBIT-Marge		58,9%	60,6%		

Quelle: Prüfungsbericht des Jahresabschlusses der BBI AG zum 31.12.2021, Budgetplanung 2021.

Die leichte Planüberschreitung der Umsatzerlöse im Jahr 2021 in Höhe von 171 TEUR (1,1%) resultiert im Wesentlichen aus nicht geplanten Mietindexierungen.

Die Planüberschreitung des EBIT im Jahr 2021 in Höhe von 373 TEUR (4,1%) ist insbesondere auf nicht geplante Erträge aus Versicherungsleistungen im Zusammenhang mit dem im Jahr 2017 entstandenen Brandschaden in einer Immobilie in Goch zurückzuführen.

Plan-Ist-Vergleich Jahr 2022

BBI AG Plan-Ist-Vergleich (unbereinigt)	Plan	Ist	Delta	
in TEUR	2022		absolut	in %
Umsatzerlöse	15.827	16.072	245	1,5%
EBIT	9.452	9.864	412	4,4%
KPI's				
EBIT-Marge	59,7%	61,4%		

Quelle: Prüfungsbericht des Jahresabschlusses der BBI AG zum 31.12.2022, Budgetplanung 2022.

Die Planüberschreitung der Umsatzerlöse im Jahr 2022 in Höhe von 245 TEUR (1,5%) ist insbesondere auf nicht geplante Mietindexierungen sowie höhere Nebenkostenvorauszahlungen der Mieter zurückzuführen.

Die Planüberschreitung des EBIT im Jahr 2022 in Höhe von 412 TEUR (4,4%) basiert insbesondere auf nicht geplanten Erträgen aus Versicherungsleistungen im Zusammenhang mit dem im Jahr 2017 entstandenen Brandschaden in einer Immobilie in Goch sowie auf geringeren Objektaufwendungen.

Plan-Ist-Vergleich Jahr 2023

BBI AG Plan-Ist-Vergleich (unbereinigt)	Plan	Ist	Delta	
in TEUR	2023		absolut	in %
Umsatzerlöse	7.374	7.474	100	1,4%
EBIT	4.004	80.734	76.730	1916,5%
KPI's				
EBIT-Marge	54,3%	1080,2%		

Quelle: Prüfungsbericht des Jahresabschlusses der BBI AG zum 31.12.2023, Budgetplanung 2023.

Die Planüberschreitung der Umsatzerlöse im Jahr 2023 in Höhe von 100 TEUR (1,4%) resultiert vorrangig aus nicht geplanten Mietindexierungen.

Die deutliche Planüberschreitung des EBIT im Jahr 2023 in Höhe von 76.730 TEUR (1.916,5%) ist im Wesentlichen auf den nicht geplanten Gewinn aus der Veräußerung des Portfolios aus 24 Einzelhandelsimmobilien zurückzuführen. Gegenläufig haben sich zusätzliche Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Verkauf der Objekte ausgewirkt.

Insgesamt zeigt sich, dass die Umsatzziele in den Jahren 2021 bis 2023 insbesondere durch tatsächliche Mietindexierungen leicht übertroffen werden konnten. Die langfristigen Mietverträge sowie die hinreichend gut prognostizierbaren Leerstandsquoten und Mietausfälle tragen jedoch insgesamt zu einer guten Planbarkeit der Umsatzerlöse bei.

Auf Ebene des EBIT zeigt sich, dass sich insbesondere Versicherungsentschädigungen in den Jahren 2021 und 2022 und der nicht geplante Verkauf des Immobilienportfolios im Jahr 2023

positiv auf das operative Ergebnis ausgewirkt haben, während die tatsächlichen Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Verkauf der Objekte im Jahr 2023 das operative Ergebnis belastet haben. Vor dem Hintergrund dieser Einmaleffekte kann die Planungstreue als belastbar erachtet werden.

Die Feststellungen der Bewertungsgutachterin haben wir qualitativ sowie quantitativ nachvollzogen. Die Ergebnisse spiegeln zudem die von uns gewonnenen Erkenntnisse aus den Gesprächen mit der BBI AG wider. Insgesamt halten wir es für sachgerecht und angemessen, die Planungsrechnung als Grundlage für die Ableitung des Unternehmenswertes heranzuziehen.

c) Planungsplausibilisierung

Wir haben die Beurteilung der Planungsrechnung auf Basis des vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) veröffentlichten IDW Praxishinweises: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, 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-Entwicklungen 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 BBI AG die Planungsrechnung für die Jahre 2024 bis 2033 vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse, der aktuellen 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 BBI AG sowie der Bewertungsgutachterin vertiefende Plausibilisierungsgespräche geführt. Bei Nachfragen wurden uns von den für die Planung verantwortlichen Personen 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 BBI AG und der Bewertungsgutachterin zur Verfügung gestellten Marktdaten sowie auf Basis eigener Marktrecherchen plausibilisiert.

Geplante Ergebnisse

Die Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen der BBI AG für die Jahre 2024 bis 2033 – gegenüber den (bereinigten) Jahren 2021 bis 2023 – sind in der nachfolgenden Tabelle dargestellt:

BBI AG Gewinn- und Verlustrechnung	Ist	Ist	Ist	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	CAGR
in TEUR	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	23-33	
Umsatzerlöse	15.799	16.146	7.474	2.033	335	335	338	338	362	365	365	366	369	-26,0%	
Materialaufwand	(1.991)	(2.257)	(1.659)	(386)	(51)	(52)	(53)	(54)	(55)	(56)	(57)	(58)	(59)	-28,4%	
Reinertrag	13.808	13.889	5.815	1.648	283	283	285	284	307	309	308	308	310	-25,4%	
Personalaufwand	(26)	(33)	(66)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n/a	
Sonstige betriebliche Erträge	43	96	2	28.260	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n/a	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(225)	(146)	(525)	(350)	(175)	(175)	(175)	(175)	(175)	(175)	(175)	(175)	(175)	-10,4%	
EBITDA	13.600	13.807	5.226	29.557	108	108	110	109	132	134	133	133	135	-30,6%	
Abschreibungen	(4.134)	(4.120)	(1.891)	(762)	(112)	(112)	(112)	(112)	(112)	(112)	(112)	(112)	(112)	-24,6%	
EBIT bereinigt	9.465	9.688	3.335	28.796	(3)	(4)	(2)	(2)	20	22	22	21	23	-39,2%	
Bereinigungen	(15)	176	77.399	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n/a	
EBIT unbereinigt	9.450	9.864	80.734	28.796	(3)	(4)	(2)	(2)	20	22	22	21	23	-55,8%	
KPI's															
Umsatzwachstum		2,2%	-53,7%	-72,8%	-83,5%	0,1%	0,9%	0,1%	7,0%	0,8%	0,1%	0,1%	0,9%		
Materialaufwandsquote	-12,6%	-14,0%	-22,2%	-19,0%	-15,3%	-15,6%	-15,7%	-16,0%	-15,2%	-15,4%	-15,6%	-15,9%	-16,0%		
Reinertragsmarge	87,4%	86,0%	77,8%	81,0%	84,7%	84,4%	84,3%	84,0%	84,8%	84,6%	84,4%	84,1%	84,0%		
Quote der SbA	-1,4%	-0,9%	-7,0%	-17,2%	-52,3%	-52,2%	-51,8%	-51,7%	-48,3%	-47,9%	-47,9%	-47,9%	-47,4%		
EBITDA-Marge	86,1%	85,5%	69,9%	145,7%	32,4%	32,2%	32,5%	32,3%	36,4%	36,7%	36,5%	36,3%	36,5%		
EBIT-Marge (bereinigt)	59,9%	60,0%	44,6%	1416,3%	-0,9%	-1,1%	-0,5%	-0,6%	5,6%	6,1%	5,9%	5,7%	6,3%		
EBIT-Marge (unbereinigt)	59,8%	61,1%	1080,2%	1416,3%	-0,9%	-1,1%	-0,5%	-0,6%	5,6%	6,1%	5,9%	5,7%	6,3%		

Quelle: Managementinformationen der BBI AG; Forvis Mazars Analyse.

Umsatzerlöse

Die Umsatzerlöse der BBI AG setzen sich im Wesentlichen aus Nettomieteträgen der vermieteten Immobilien und Erträgen aus weiterbelasteten Mietnebenkosten zusammen. Die Umsatzerlöse gliedern sich in den Geschäftsjahren 2021 bis 2023 wie folgt auf:

BBI AG Umsatzerlöse	Ist	Ist	Ist	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	CAGR
in TEUR	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	23-33
Manchinger Str. 95 (Gaststätte)			55	55	55	56	59	59	59	62	63	63	66	1,9%
Manchinger Str. 96 (Brauerei)			279	279	279	279	279	279	303	303	303	303	303	0,8%
Verkaufte Objekte Juni 2024			3.061	1.552	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n/a
Verkaufte Objekte März 2024			858	146	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n/a
Verkaufte Objekte 2023			3.221	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n/a
Umsatzerlöse	15.799	16.146	7.474	2.033	335	335	338	338	362	365	365	366	369	(26,0)%
Umsatzwachstum in %	n/a	2,2%	-53,7%	-72,8%	-83,5%	0,1%	0,9%	0,1%	7,0%	0,8%	0,1%	0,1%	0,9%	

Quelle: Managementinformationen der BBI AG; Forvis Mazars Analyse.

Die BBI AG konnte ihre Umsatzerlöse im Jahr 2022 um 2,2% gegenüber dem Vorjahr steigern. Ursächlich hierfür waren Mietindexierungen sowie höhere Nebenkostenvorauszahlungen der Mieter. Der Umsatzrückgang im Jahr 2023 in Höhe von 53,7% gegenüber dem Vorjahr resultiert insbesondere aus dem Verkauf von 24 Einzelhandelsimmobilien, bestehend aus Gartencentern, Nahversorgungszentren und einem Supermarkt, die zum 31. März 2023 an einen externen Fonds verkauft wurden.

Für den Planungszeitraum geht die BBI AG aufgrund von weiteren im März und Juni geplanten Immobilienverkäufen zunächst von einem weiteren Rückgang der Umsatzerlöse in den Jahren 2024 und 2025 aus. Für den weiteren Planungszeitraum ist ein Umsatzwachstum zwischen 0,1% bis 7,0% p.a. geplant.

Der geplante Umsatzrückgang im Jahr 2024 in Höhe von 72,8% ist zum einen auf den Verkauf der 24 Einzelhandelsimmobilien zurückzuführen. Zum anderen hat der Vorstand der BBI AG am 18. Dezember 2023 beschlossen, acht weitere Gastronomieobjekten Anfang März 2024 zu verkaufen. Darüber hinaus ist der Verkauf von drei weiteren Gewerbeimmobilien für Juni 2024 geplant.

Die Planung der Umsatzerlöse aus Vermietung im Jahr 2024 erfolgt grundsätzlich anhand der vertraglich vereinbarten Ist-Mieten. Für die im Bestand verbleibenden Immobilien in der Manchinger Str. 95 (Gaststätte) und Manchinger Str. 96 (Brauerei) werden im Planungszeitraum keine Mieterwechsel angenommen. Für die zum Juni 2024 zum Verkauf vorgesehenen Immobilien werden gemäß auslaufender Mietverträge Mieterwechsel im Jahr 2024 unterstellt, weshalb sich die durchschnittliche Brutto-Miete in EUR/m² aufgrund einer Neuvermietung zur indexierten Marktmiete für diese drei Immobilien leicht gegenüber dem Vorjahr erhöht.

Die Umsatzerlöse aus der Vermietung der zur Herrnbräu Brauerei zugehörigen Gaststätte basieren auf einer Brutto-Ist-Miete von durchschnittlich 6,25 EUR/m². Die vermietete Fläche teilt sich dabei in den Gastronomiebereich mit einer monatlichen Miete von 6,88 EUR/m² sowie in einen Wohnbereich mit einer monatlichen Miete von 2,28 EUR/m² auf. Für den Planungszeitraum 2024 bis 2033 wird eine Indexierung gemäß der langfristigen Inflationserwartungen in Höhe von 2% p.a. angenommen, welche jeweils in den Jahren, in denen die Indexierung einen Schwellenwert von insgesamt 5% überschreitet, umgesetzt wird. Die erste Mieterhöhung ergibt sich somit im Jahr 2027. Der Mietvertrag ist derzeit unbefristet. Die Planung geht trotz der Option einer Sonderkündigung von einem langfristigen Mietverhältnis aus, da die Gaststätte zur angrenzenden Brauerei gehört und erst mit Standortaufgabe der Brauerei mit einer Schließung der Gaststätte gerechnet wird. Vor diesem Hintergrund wurden für dieses Objekt weder Leerstandskosten noch Wiedervermietungskosten geplant.

Die Umsatzerlöse aus der Verpachtung des Brauereigeländes basieren auf einer Brutto-Ist-Miete von durchschnittlich 1,47 EUR/m². Die vermietete Fläche entfällt auf einen Produktionsbereich, Büroflächen sowie sonstige Flächen. Die in Ansatz gebrachten Ist-Mieten der unterschiedlichen Flächen betragen 1,47 EUR/m² für die Produktions- und Büroflächen und 1,38 EUR/m² für die sonstigen Flächen. Die Fortschreibung der Brutto-Miete erfolgt ebenfalls anhand der Inflationserwartungen. Eine Erhöhung der Miete wird jeweils in den Jahren durchgeführt, in denen die Indexierung einen Schwellenwert von 10% überschreitet, und erfolgt zu einer Wertsicherung in Höhe von 75% der kumulierten jährlichen Inflationsrate. Die erste Mieterhöhung ergibt sich aufgrund der vertraglich vereinbarten Hürde im Jahr 2029. Der Pachtvertrag hat insgesamt eine Laufzeit bis zum Jahr 2040 mit der zweimaligen Verlängerungsoption um jeweils fünf Jahre. Daher wurden für dieses Objekt weder Leerstandskosten noch Wiedervermietungskosten geplant.

Neben den Nettomieteträgen beinhalten die Umsatzerlöse die Nebenkostenvorauszahlungen der Mieter. Diese wurden auf Basis der Ist-Zahlen aus dem Jahr 2023 mit Hilfe der jährlichen Inflationsraten in den Jahren 2024 bis 2033 fortgeschrieben.

Materialaufwand

Der Materialaufwand beinhaltet sowohl nicht umlegbare Bewirtschaftungskosten als auch die umlegbaren Nebenkosten der Mietobjekte. Die nicht umlegbaren Bewirtschaftungskosten umfassen regelmäßig anfallende Instandhaltungs- und Bewirtschaftungskosten sowie einmalig bei Mieterwechsel anfallende Kosten wie Mieterausbaukosten, Leerstandskosten und Maklergebühren.

Die Materialaufwandsquote ist von 12,6% im Jahr 2021 auf 22,2% im Jahr 2023 kontinuierlich angestiegen. Ursächlich für den Anstieg im Jahr 2022 waren im Wesentlichen höhere Betriebskosten und Instandhaltungsaufwendungen für die Immobilien gegenüber dem Vorjahr. Im Jahr 2023 ist der Materialaufwand aufgrund der Veräußerung des Immobilienportfolios zwar zurückgegangen, konnte jedoch durch überproportional rückläufige Umsatzerlöse nicht kompensiert werden.

Für das Geschäftsjahr 2024 plant die BBI AG Materialaufwendungen in Höhe von 386 TEUR. Diese setzen sich aus Materialaufwendungen für die im März 2024 verkauften Immobilien in Höhe von 72 TEUR, Materialaufwendungen in Höhe von 264 TEUR für die im Juni 2024 zum Verkauf stehenden Immobilien sowie Materialaufwendungen in Höhe von 50 TEUR für die im Bestand verbleibenden Objekte zusammen.

Ab dem Jahr 2025 betreffen die Materialaufwendungen ausschließlich Aufwendungen für die beiden verbleibenden Objekte Gaststätte und Brauerei.

Für die Gaststätte wurden die umlegbaren Nebenkosten in der Planung ausgehend von 14 TEUR im Jahr 2023 mit der jährlichen Inflationsrate fortgeschrieben. Die nicht umlegbaren Bewirtschaftungskosten setzen sich aus Instandhaltungskosten von 10 EUR/m² pro Jahr, welche sowohl den Gastronomiebereich als auch die Betriebsleiterwohnung betreffen, und Verwaltungskosten von 1,0% des Jahresrohertrags zusammen. Die Fortschreibung der nicht umlegbaren Bewirtschaftungskosten bis zum Jahr 2033 erfolgt ebenfalls anhand der jährlichen Inflationsrate.

Für die Brauerei sind im Pachtvertrag keine umlegbaren Nebenkosten vereinbart. Die nicht umlegbaren Bewirtschaftungskosten umfassen Instandhaltungskosten in Höhe von 1,5 EUR/m² pro Jahr und Verwaltungsaufwendungen von 1% des Jahresrohertrags, die jeweils anhand der jährlichen Inflationsrate bis zum Jahr 2033 fortentwickelt werden.

Die Materialaufwandsquote soll im Planungszeitraum von 19,0% im Jahr 2024 auf 16,0% im Jahr 2033 leicht zurückgehen, da die Materialaufwendungen annahmegemäß unterproportional zu den entsprechenden Mieterlösen ansteigen sollen. Aufgrund der realisierten und geplanten Immobilienverkäufe im Jahr 2024 ist nur ein eingeschränkter Vergleich möglich.

Personalaufwand

Der Personalaufwand der BBI AG betrifft ausschließlich die Aufwendungen im Zusammenhang mit der Pensionszusage einer Witwe eines ehemaligen Vorstandes. Die BBI AG beschäftigt zum 31. Dezember 2023, wie bereits in den Vorjahren, keine eigenen Mitarbeiter und plant auch langfristig nicht mit eigenen Mitarbeitern. Aufgrund des Ansatzes der Pensionszusagen als Sonderwert wurde der geplante Personalaufwand durch die Bewertungsgutachterin eliminiert.

Sonstige betriebliche Erträge

Die sonstigen betrieblichen Erträge beinhalten in den Jahren 2021 bis 2023 im Wesentlichen Erträge aus der Herabsetzung von Einzelwertberichtigungen zu Forderungen. Die entsprechenden Aufwendungen der BBI AG werden in den Instandhaltungskosten erfasst.

Die geplanten sonstigen betrieblichen Erträge belaufen sich im Jahr 2024 auf 28.260 TEUR und setzen sich zum einen aus den Erträgen aus dem Verkauf der acht Gastronomieimmobilien und der 34,2%-igen Beteiligung an der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG in Höhe von insgesamt 12.562 TEUR im März 2024 zusammen. Auf der Grundlage der aktuellen Verhandlungen über den Verkauf von drei weiteren Gewerbeimmobilien Mitte des Jahres 2024 erwartet die BBI AG darüber hinaus weitere Erträge in Höhe von 15.698 TEUR. Für den weiteren Planungszeitraum bis zum Jahr 2033 werden keine sonstigen betrieblichen Erträge geplant.

Sonstige betriebliche Aufwendungen

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen umfassen im Wesentlichen Aufwendungen der BBI AG für Beratungsdienstleistungen, Jahresabschlusskosten sowie sonstige allgemeine Verwaltungsaufwendungen.

Die Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen ist von 1,4% im Jahr 2021 auf 0,9% im Jahr 2022 zurückgegangen und ist anschließend auf 7,0% im Jahr 2023 angestiegen. Ursächlich für den Anstieg der Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Jahr 2023 waren insbesondere erhöhte Beratungs- und Verwaltungskosten im Zusammenhang mit dem Verkauf des Immobilienportfolios.

Im Planungszeitraum wird mit einem Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in den Jahren 2024 und 2025 gerechnet. Der Rückgang ist auf geringere interne Verwaltungsaufwendungen zurückzuführen, die mit dem Verkauf der Immobilien in den Jahren 2023 und 2024 einhergehen. In den Jahren 2025 bis 2033 wird ein konstantes Niveau der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Höhe von 175 TEUR angenommen.

EBITDA

Insgesamt leitet sich auf Basis der Planannahmen ein EBITDA der BBI AG ab, das im Planungszeitraum deutlich unterhalb des Niveaus der Vergangenheit liegt.

Die bereinigte EBITDA-Marge hat sich in der Vergangenheit von 86,1% im Jahr 2021 auf 69,9% im Jahr 2023 verschlechtert. Ursächlich für diese Entwicklung war insbesondere der Verkauf der 24 Einzelhandelsimmobilien im Jahr 2023, der sich negativ auf die Rohertragsmarge ausgewirkt hat.

Im Jahr 2024 erwartet die Gesellschaft ein EBITDA von 29.557 TEUR, das im Wesentlichen auf die Erträge aus den Immobilienverkäufen im März und Juni 2024 zurückzuführen ist. Für das Jahr 2025 plant die Gesellschaft ein EBITDA in Höhe von 108 TEUR und eine EBITDA-Marge von 32,4%. Bis zum letzten Planjahr 2033 soll das EBITDA auf 135 TEUR und die EBITDA-Marge auf 36,5% ansteigen. Der Anstieg resultiert aus der inflationsbedingten Mieterhöhung im Planungszeitraum, die oberhalb des Wachstums der Materialaufwendungen liegen soll. Insgesamt soll die geplante EBITDA-Marge deutlich unterhalb des Niveaus im Jahr 2023 liegen.

Abschreibungen und Investitionen

Die geplanten Abschreibungen der BBI AG beinhalten Abschreibungen auf das bestehende Sachanlagevermögen zum 31. Dezember 2023 sowie auf geplante Neuinvestitionen im Planungszeitraum.

Die Abschreibungen haben sich durch die Desinvestitionen im Immobilienportfolio ausgehend von 4.134 TEUR im Jahr 2021 auf 1.891 TEUR im Jahr 2023 verringert.

Im Planungszeitraum liegen die geplanten Abschreibungen im Jahr 2024 bei 762 TEUR und berücksichtigen die anteiligen Abschreibungen der im März verkauften Immobilien und der im Juni zum Verkauf stehenden Immobilien. Für den restlichen Planungszeitraum wird eine jährliche Abschreibung in Höhe von 112 TEUR für die im Bestand verbleibende Gaststätte und Brauerei geplant. Im Planungszeitraum sind lediglich Investitionen für die Dachsanierung der Brauerei im Jahr 2024 in Höhe von 40 TEUR geplant.

EBIT

Das bereinigte EBIT hat sich ausgehend von 9.465 TEUR im Jahr 2021 auf 3.335 TEUR im Jahr 2023 verringert. Die bereinigte EBIT-Marge ist dabei von 59,9% auf 44,6% ebenfalls zurückgegangen. Aufgrund der Immobilienverkäufe ist die geplante EBIT-Marge in 2024 stark verzerrt. Für den restlichen Planungszeitraum wird ein Anstieg der EBIT-Marge von -0,9% im Jahr 2025 auf 6,3% im Jahr 2033 angenommen. Insgesamt leiten sich auf Basis der Planannahmen ein EBIT und eine EBIT-Marge der BBI AG ab, die im Planungszeitraum zunächst negativ sind und insgesamt aufgrund des deutlich niedrigeren Immobilienbestands deutlich unterhalb des Niveaus der Vergangenheit liegen.

Würdigung

Vor dem Hintergrund der Immobilienverkäufe in den Jahren 2023 und 2024 lassen sich die geplanten Ergebnisse nur schwer mit denen der Vergangenheit vergleichen. Hinzu kommt, dass das Immobilienportfolio der BBI AG aufgrund unterschiedlicher Standorte, Nutzungsarten

und Baujahre sehr heterogen hinsichtlich der Renditeprofile ist. Die Rendite der veräußerten Immobilienportfolien lag jedoch oberhalb der Rendite der verbleibenden Objekte, was zu einem deutlich geringeren Margenniveau in der Planung führt. Ab dem Jahr 2025 wird ausschließlich mit den verbleibenden Objekten Gaststätte und Brauerei geplant. Eine Akquisition und Veräußerung neuer Objekte ist nach Auskunft des Vorstands der BBI AG nicht geplant. Angesichts des langfristigen Pachtvertrages mit der Brauerei und des anhand von Inflationserwartungen geplanten Umsatzwachstums erachten wir die Planung als plausibel.

Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses ab dem Jahr 2034 erfolgte unter Berücksichtigung der erwarteten Unternehmensentwicklung im Planungszeitraum und der Annahme der Einschätzung der künftigen Ertragskraft der BBI AG.

Die Bewertungsgutachterin hat die Umsatzerlöse der BBI AG des letzten Planjahres 2033 mit einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,50% vor persönlichen Steuern (bzw. nach persönlichen Steuern von 1,30%) fortgeschrieben.

Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses ab dem Jahr 2033 erfolgte unter der Annahme, dass die EBITDA-Marge des letzten Planjahres 2033 ein langfristig erzielbares Profitabilitätsniveau abbildet.

Die Bewertungsgutachterin leitet für die BBI AG somit ein nachhaltiges EBITDA in Höhe von 137 TEUR und eine nachhaltige EBITDA-Marge von 36,5% ab. Die nachhaltige EBITDA-Marge liegt damit unterhalb der EBITDA-Marge der Vergangenheitsjahre sowie oberhalb der durchschnittlichen EBITDA-Marge des Detailplanungszeitraums.

Die nachhaltige EBITDA-Marge liegt unterhalb beobachtbarer EBITDA-Margen der börsennotierten Vergleichsunternehmen. Ursächlich hierfür ist das im Vergleich zu den börsennotierten Vergleichsunternehmen deutlich geringere Immobilienportfolio. Darüber hinaus ist die BBI AG nach der Veräußerung der wesentlichen Teile ihres Immobilienportfolios lediglich als Bestandhalter einer an eine Brauerei mit Gaststätte verpachteten Immobilie tätig. Die börsennotierten Vergleichsunternehmen verfügen dagegen über ein breiteres Produktportfolio und nutzen Skaleneffekte, so dass die EBITDA-Margen der börsennotierten Vergleichsunternehmen nur eingeschränkt vergleichbar sind.

An Stelle der Abschreibungen sind bei der einem nachhaltigen Ergebnis zugrunde liegenden langfristigen Betrachtungsweise die zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs durchschnittlichen Reinvestitionsausgaben anzusetzen. Annahmegemäß ist der nachhaltige Investitionsbedarf bereits in den Instandhaltungsaufwendungen in der Gewinn- und Verlustrechnung innerhalb des Materialaufwands berücksichtigt. Zusätzlich geht die BBI AG davon aus, dass sowohl im Detailplanungszeitraum als auch darüber hinaus keine Erweiterungsinvestitionen notwendig sind.

Auf Basis des nachhaltigen EBITDA in Höhe von 137 TEUR und der nachhaltigen Abschreibungen leitet sich ein nachhaltiges EBIT in Höhe von 25 TEUR ab.

Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses erfolgte nach unserer Auffassung sachgerecht.

Würdigung der Planungsrechnung

Wir haben die uns vorgelegte Planung der Umsätze und des EBIT der BBI AG sowie die Prognose des nachhaltigen Ergebnisses durch die Bewertungsgutachterin inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen.

Vor dem Hintergrund der Immobilienverkäufe in den Jahren 2023 und 2024 und dem im Bestand verbleibenden zwei Objekte erachten wir die Höhe des nachhaltigen Ergebnisses als plausibel. Sowohl die von der Bewertungsgutachterin durchgeführten Marktanalysen als auch unsere eigenen bestätigen diese Entwicklung.

Auf Basis der geführten Gespräche, der zur Unterlegung von Annahmen erhaltenen Unterlagen sowie unserer Plausibilisierungsarbeiten erachten wir die vorliegende und der Bewertung zugrunde liegende Unternehmensplanung sowie das nachhaltig angesetzte Ergebnis als plausibel.

Die Planung beruht insgesamt auf nachvollziehbaren Prämissen sowie einem methodisch geeigneten Planungsprozess und spiegelt die zukünftige Ertragskraft der BBI AG plausibel und sachgerecht wider. Vor diesem Hintergrund erachten wir die vorgelegte Planungsrechnung als geeignet, um auf ihrer Grundlage den objektivierten Unternehmenswert der BBI AG zu ermitteln.

d) Unternehmensteuern

Bei der Wertermittlung wurden die Überschüsse um die auf Unternehmensebene anfallenden definitiven Steuerbelastungen gekürzt. Dabei wurden für die in Deutschland anfallenden Unternehmensteuern grundsätzlich die Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag sachgerecht berücksichtigt. Da es sich bei der BBI AG um ein Grundstücksunternehmen handelt, wurde auch in der Planung von der erweiterten Kürzung der Gewerbesteuer nach § 9 Nr. 1 S. 2 GewStG Gebrauch gemacht, so dass keine Gewerbesteuer in Abzug gebracht wurde.

Die effektive Steuerquote – ermittelt als Steueraufwand im Verhältnis zum Ergebnis vor Steuern – liegt in den Jahren 2024 bis 2033 zwischen rd. 0,0% und rd. 15,83%. In der ewigen Rente liegt die effektive Steuerquote bei rd. 15,83%.

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

e) Persönliche Ertragsteuern

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.

Für die Detailplanungsphase 2024 bis 2033 sowie die ewige Rente hat die Bewertungsgutachterin eine marktübliche Ausschüttungsquote in Höhe von 50% angesetzt. Diese orientiert sich an historisch beobachtbaren Ausschüttungsquoten deutscher börsennotierter Unternehmen. Darüber hinaus wurde im Jahr 2024 ein Wertbeitrag aus Thesaurierung zu 100% fiktiv hinzugerechnet, der aus den bereits realisierten und geplanten Immobilienverkäufen resultiert.

Entsprechend den Empfehlungen des IDW ist die Bewertungsgutachterin bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern von den Verhältnissen einer inländischen, natürlichen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person als Anteilseigner ausgegangen. In Übereinstimmung mit dem seit dem Jahr 2009 geltenden Abgeltungsteuersystem hat die Bewertungsgutachterin für die Wertbeiträge aus Ausschüttungen die persönlichen Steuern zutreffend unter Berücksichtigung der Abgeltungsteuer mit 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Die als Wertbeiträge aus Thesaurierungen zugerechneten Beträge wurden sachgerecht mit einer effektiven Abgeltungsteuer belastet, die typisierend unter Berücksichtigung einer langen Haltedauer in Höhe von 12,5% (hälftiger nomineller Steuersatz) zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt wurde (insgesamt 13,188%).

Die beschriebene Vorgehensweise erachten wir als sachgerecht. Von der rechnerischen Richtigkeit haben wir uns überzeugt.

f) Free Cash Flows

Die Ableitung der Free Cash Flows unter der Berücksichtigung der Unternehmensteuern, der Veränderung des Anlagevermögens und des Nettoumlaufvermögens haben wir rechnerisch nachvollzogen. Es ergeben sich folgende Free Cash Flows:

BBI AG Free Cash Flow	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Ewige Rente
In TEUR											
EBIT	28.796	(3)	(4)	(2)	(2)	20	22	22	21	23	25
Angepasste Unternehmensteuern	(4.557)	-	-	-	-	(3)	(4)	(3)	(3)	(4)	(4)
NOPLAT	24.239	(3)	(4)	(2)	(2)	17	19	18	18	19	21
+/- Anlagevermögen	27.142	112	112	112	112	112	112	112	112	112	112
+/- Nettoumlaufvermögen	3.124	43	21	11	5	5	5	5	5	5	4
Persönliche Ertragsteuer (fiktiv)	(4.795)	-	-	-	-	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)	(27)
Free Cash Flow	49.710	151	129	121	114	131	133	133	132	134	110

2.5. 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 objektiver 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 Free Cash Flows heranzuziehenden Kapitalisierungszinssatzes (WACC) haben wir für die einzelnen Bestandteile Basiszinssatz, Beta Faktor, Marktrisikoprämie, Fremdkapitalkosten und Wachstumsabschlag inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und geprüft. Ferner haben wir eigene Berechnungen zur Plausibilisierung des Kapitalisierungszinssatzes durchgeführt:

a) Basiszinssatz

Der Basiszinssatz repräsentiert eine „quasi“ risikofreie und fristenadäquate Alternativanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Da bei der Ableitung von Zukunftserfolgswerten grundsätzlich von einer zeitlich 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 von 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 Alternativanlage und zu bewertenden finanziellen Überschüssen.

Auf dieser Grundlage hat die Bewertungsgutachterin in Übereinstimmung mit der vom FAUB empfohlenen Vorgehensweise einen für alle Planjahre einheitlichen Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von gerundet 2,5% abgeleitet.

Wir haben die Ableitung des Basiszinssatzes anhand eigener Berechnungen und auf Basis einer durchschnittlichen Zinsstrukturkurve unter Verwendung der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank im Zeitraum von drei Monaten bis zum 25. Juni 2024 nachvollzogen und einen für alle Planjahre einheitlichen ungerundeten Basiszinssatz vor Einkommensteuer in Höhe von 2,5838% hergeleitet. Der gerundete Basiszinssatz von 2,5% wurde unter Berücksichtigung einer typisierten persönlichen Ertragsteuerbelastung (Abgeltungsteuer) von 26,38% von der Bewertungsgutachterin sachgerecht in eine Nachsteuergröße von rd. 1,84% umgerechnet.

Wir halten den von der Bewertungsgutachterin verwendeten risikolosen Basiszinssatz von rd. 2,5% für sachgerecht und angemessen.

b) Risikozuschlag

Bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswertes ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen 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 Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen 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 Risikozuschlags nach Ertragsteuern zusammen.

Die beiden Modellparameter, die nach dem CAPM sowie dem 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 Beispiel den DAX, den CDAX oder den MSCI All Country World Index abgebildet werden.

Die Bewertungsgutachterin hat unter Anwendung des Tax-CAPM und unter ergänzender Berücksichtigung der Unternehmensteuerreform 2008 die Marktrisikoprämie in Höhe von 5,75% nach Steuern angesetzt.

Die von der Bewertungsgutachterin berücksichtigte Marktrisikoprämie liegt in der Mitte einer Bandbreite von Marktrisikoprämien, die sich aus den aktuellen Hinweisen des FAUB⁴³ des IDW ergibt.

Bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten ist zu berücksichtigen, dass diese analog zu Unternehmensbewertungen 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.

Die Gesamtrendite ist – anders als die Marktrisikoprämie – am Kapitalmarkt beobachtbar. Allerdings gibt es kein Anlageinstrument, auf dessen Basis sich analog zu Staatsanleihen eine unmittelbare Schätzung der Gesamtrendite ableiten ließe. Der FAUB verfolgt insoweit mehrere konzeptionelle Ansätze.⁴⁴ Alle Ansätze haben Stärken und Schwächen und keinem einzigen kann daher eindeutig der Vorzug gegeben werden. Aus diesem Grund nimmt der FAUB eine möglichst breite Perspektive ein und betrachtet beispielsweise unterschiedliche vergangen-

⁴³ Vgl. Sitzung des FAUB vom 22.10.2019, veröffentlicht am 25.10.2019 unter <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>.

⁴⁴ Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Die Marktrisikoprämie im Niedrigzinsumfeld, WPg 2018, S. 806 ff.; Popp, Zu den Bandbreiten-Empfehlungen des FAUB für die Marktrisikoprämie, WPg 2020, S. 836 ff.

heitsorientierte Ansätze (unterschiedliche Zeiträume, unterschiedliche Referenzanlagen, unterschiedliche Mittelwertbildung), unterschiedliche zukunftsorientierte Ansätze, nationale und internationale Ansätze, usw.

Die Ergebnisse aus unterschiedlichen methodischen Überlegungen, nämlich

- die Betrachtung historisch gemessener Aktienrenditen,
- die Betrachtung langfristiger realer Aktienrenditen,
- die Verwendung von ex-ante Analysen impliziter Kapitalkosten sowie
- das CAPM ohne risikofreie Kreditaufnahme.

Seit Februar 2022 sind zwar deutlich steigende Basiszinssätze zu beobachten, allerdings geht dies mit ebenfalls gestiegenen impliziten Gesamtrenditen und Marktrisikoprämien auf Basis der ex ante-Methode einher.

Unsere aktuellen Beobachtungen und Analysen zum Kapitalmarkt, wie die empirische ex-post-Analyse von Renditen deutscher Aktien sowie ex-ante-Analysen (implizite Marktrisikoschätzungen), stützen dieses Ergebnis.

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 Abgeltungsteuersystems 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 eher von einer Marktrisikoprämie im Bereich von 5,0% bis 6,5% (nach persönlicher Einkommensteuer) ausgegangen werden.

Wir schließen uns grundsätzlich der von der Bewertungsgutachterin vorgebrachten Begründung von einer durch Investoren derzeit geforderten erhöhten Risikoprämie an. In Ermangelung belastbarer Methoden zur Bestimmung kurzfristig gestiegener Risikoprämien ist eine exakte Quantifizierung dieser Anpassung u.E. derzeit nicht möglich, so dass wir eine Marktrisikoprämie in Höhe der Mitte der vom FAUB empfohlenen Bandbreite von 5,75% nach persönlicher Einkommensteuer für angemessen ansehen.

Wir halten die von der Bewertungsgutachterin in Ansatz gebrachte Marktrisikoprämie in Höhe von 5,75% vor dem Hintergrund der oben dargestellten Überlegungen für sachgerecht.

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 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.

Für die BBI AG als sowohl im regulierten Markt als auch im Freiverkehr gelistetes Unternehmen liegen grundsätzlich am Kapitalmarkt beobachtbare Beta Faktoren vor. Die Bewertungsgutachterin erachtet den aus dem Börsenkurs der BBI AG abgeleiteten Beta Faktor als nicht aussagekräftig. Wir haben den Beta Faktor der BBI AG anhand eigener Untersuchungen auf der Grundlage von Daten von S&P Capital IQ sowie Bloomberg LP plausibilisiert.

In der folgenden Tabelle werden die Raw Beta Faktoren der BBI AG unter Berücksichtigung des Debt-Beta Faktors – regressiert gegen den lokalen CDAX – auf Basis wöchentlicher Beobachtungen für den Zwei-Jahres-Zeitraum bis einschließlich 31. Mai 2024 sowie auf Basis monatlicher Beobachtungen für den Fünf-Jahres-Zeitraum bis einschließlich 31. Mai 2024 dargestellt:

Raw Beta Faktoren der BBI AG	Index	regressiert gegen den lokalen Index					
		Verschuldeter Beta Faktor		R ²	t-Wert	Unverschuldeter Beta Faktor	
2 Jahre wöchentlich zum 31. Mai 2024	CDAX	0,21	Nicht signifikant	0,01	0,76	0,22	Nicht signifikant
5 Jahre monatlich zum 31. Mai 2024		0,30	Nicht signifikant	0,02	1,10	0,28	Nicht signifikant

Quelle: S&P Capital IQ

Die vorgenommene Analyse der unverschuldeten Beta Faktoren der BBI AG zeigt, dass die Entwicklung im Zwei-Jahres-Zeitraum auf Basis wöchentlicher Beobachtungen sowie im Fünf-Jahres-Zeitraum auf Basis monatlicher Beobachtungen aufgrund eines niedrigeren t-Werts statistisch nicht signifikant ist.

Ergänzend haben wir die Liquidität der Aktie der BBI AG anhand von Liquiditätskennzahlen analysiert (siehe auch Abschnitt C.II.3.1a)). Die folgende Übersicht stellt die Liquiditätskennzahlen der BBI AG für den Zeitraum von zwei und fünf Jahren bis zum 31. Mai 2024 dar:

Liquiditätszahlen der BBI AG	Ø Bid-Ask-Spread (in EUR)	Ø Bid-Ask-Spread (in %)	Ø Handelsumsatz (in EUR)	Ø Anzahl der gehandelten Aktien	Handelstage
2 Jahres Zeitraum zum 31. Mai 2024	1,32	9,38%	2.238	152	102
5 Jahres Zeitraum zum 31. Mai 2024	1,65	8,52%	2.812	140	197

Quelle: Bloomberg LP

Bid-Ask-Spread

Eine relativ hohe durchschnittliche Geld-Brief-Spanne (sog. Bid-Ask-Spread) ist ein signifikanter Indikator für fehlende Liquidität. Mit einer Bid-Ask-Spread in Höhe von 9,38% für den Zwei-Jahres-Zeitraum bis zum 31. Mai 2024 sowie einer Bid-Ask-Spread in Höhe von 8,52% für den Fünf-Jahres-Zeitraum bis zum 31. Mai 2024 sind die Bid-Ask-Spreads der BBI AG vergleichsweise hoch.

Die durchschnittlichen Bid-Ask-Spreads für die im CDAX enthaltenen Unternehmen lagen im Zwei-Jahres-Zeitraum bis zum 31. Mai 2024 bei 0,31% und im Fünf-Jahres-Zeitraum bis zum 31. Mai 2024 bei 0,25%.

Handelstage

Im Zwei-Jahres-Zeitraum bis zum 31. Mai 2024 wurde die Aktie an 102 Tagen von 512 möglichen Handelstagen (19,9%) und im Fünf-Jahres-Zeitraum bis zum 31. Mai 2024 an 197 Handelstagen von 1.265 möglichen Handelstagen (15,6%) gehandelt. Die geringe Anzahl der Handelstage ist ebenfalls ein Anzeichen für eine fehlende Liquidität.

Vor dem Hintergrund der relativ hohen durchschnittlichen Geld-Brief-Spanne der Aktie der BBI AG und der geringeren Anzahl der Handelstage eignet sich der eigene Beta Faktor grundsätzlich nicht zur Ableitung des unternehmensspezifischen Risikos im Rahmen des CAPM bzw. des Tax-CAPM. Zusätzlich zeigt die Analyse der unverschuldeten Beta Faktoren, dass die Entwicklungen sowohl im Zwei-Jahres-Zeitraum als auch im Fünf-Jahres-Zeitraum statistisch nicht signifikant sind. Darüber hinaus spiegelt der Börsenkurs der BBI AG aufgrund des seit dem 13. August 2008 bestehenden EAV zwischen der VIB Vermögen AG und der BBI AG nur sehr eingeschränkt das operative Risiko der BBI AG wider. Auf Grundlage dieser Überlegungen ist es daher sachgerecht, dass die Bewertungsgutachterin den Beta Faktor auf Basis von Vergleichsunternehmen (Peer Group) ermittelt hat.

Zur Herleitung einer geeigneten Peer Group hat die Bewertungsgutachterin die wesentlichen Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren auf die Geschäftstätigkeit der BBI AG untersucht. Für die Ableitung des Beta Faktors wurde eine Peer Group erstellt. Hierzu hat die Bewertungsgutachterin auf Basis einer umfassenden Analyse verschiedener Quellen (insbesondere Industrie-Screening) eine Long List erstellt, die mithilfe eines Filter-Verfahrens zu einer Short List verdichtet wurde.

Hinsichtlich der von der Bewertungsgutachterin verwendeten Vergleichsunternehmen haben wir deren Vergleichbarkeit sowie die Vollständigkeit der verwendeten Vergleichsunternehmen überprüft. Die Auswahl haben wir anhand eigener Recherche nachvollzogen und halten sie grundsätzlich für angemessen. Ergänzend zu den von der Bewertungsgutachterin ausgewählten Vergleichsunternehmen haben wir mittels S&P Capital IQ und eigener Recherchen eine eigene Untersuchung und Auswahl von Vergleichsunternehmen vorgenommen.

Bei der Erstellung unserer eigenen Peer Group haben wir die folgenden Kriterien zugrunde gelegt:

- Sektor: Real Estate,
- Region: Deutschland und restliches Europa,
- Beschreibung der Geschäftstätigkeit: rental management, retail, shopping center,
- Marktkapitalisierung über 50 Mio. EUR,
- Bid-Ask-Spread unter 1,0%.

Nachfolgend sind die von uns ausgewählten Vergleichsunternehmen im Einzelnen dargestellt:

- **VIB Vermögen AG, Neuburg a.d. Donau**

Die VIB Vermögens AG ist ein Immobilienunternehmen. Die Gesellschaft entwickelt, kauft und hält Gewerbeimmobilien, wie etwa Logistikimmobilien, Industrieimmobilien, Einkaufszentren und Fachmarktzentren sowie Gewerbe- und Dienstleistungszentren. Die Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt zum 31. Dezember 2023 bei rd. 459,46 Mio. EUR.

- **Hamborner Reit AG, Duisburg**

Die Hamborner REIT AG ist eine deutsche Immobilien-Investmentgesellschaft und positioniert sich als Bestandshalter für Gewerbeimmobilien. Das Portfolio umfasst Bürogebäude, großflächige Einzelhandels- und Highstreet-Objekte in ganz Deutschland. HAMBORNER ist ein eingetragener Real Estate Investment Trust (REIT) und profitiert auf Unternehmensebene von der Befreiung von der Körperschaft- und Gewerbesteuer. Die Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt zum 31. Dezember 2023 bei rd. 553,95 Mio. EUR.

- **Branicks Group AG, Frankfurt am Main**

Die Branicks Group AG investiert in und verwaltet ein Portfolio von Gewerbeimmobilien. Zu den Immobilien des Unternehmens zählen Büroparks, Vertriebs- und Lagereinrichtungen, Industriegebäude und Technologiezentren. Die Branicks Group AG verwaltet Immobilien in ganz Deutschland. Die Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt zum 31. Dezember 2023 bei rd. 281,41 Mio. EUR.

- **PATRIZIA SE, Augsburg**

Die PATRIZIA SE ist eine Immobilien-Investmentgesellschaft. Das Leistungsspektrum reicht vom Asset- und Fondsmanagement für Immobilien und Infrastruktur-Assetklassen bis hin zu alternativen Investments und Projektentwicklungen. Die PATRIZIA SE betreut Kunden weltweit. Die Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt zum 31. Dezember 2023 bei rd. 703,50 Mio. EUR.

- **Immofinanz AG, Wien / Österreich**

Die Immofinanz AG kauft, verkauft, baut und vermietet Immobilien. Das Unternehmen investiert in Immobilien in Österreich, Deutschland, Polen, Rumänien, der Slowakei, der Tschechischen Republik und Ungarn. Die Immobilien werden für Büros und Geschäfte genutzt. Die Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt zum 31. Dezember 2023 bei rd. 2,904 Mrd. EUR.

- **S IMMO AG, Wien / Österreich**

Die S IMMO AG ist eine Immobilieninvestmentgesellschaft, die diversifiziert in Immobilien in Osteuropa investiert. Das Unternehmen investiert in erstklassige Immobilien in

Österreich, Deutschland und Ländern in Mittel- und Südosteuropa. Das Portfolio von S IMMO umfasst Wohn-, Büro-, Einzelhandelsflächen und Hotels. Die Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt zum 31. Dezember 2023 bei rd. 879,81 Mio. EUR.

Die von uns erstellte Peer Group stellt u.E. einen angemessenen Vergleichsmaßstab unter Berücksichtigung des Geschäftsmodells der BBI AG als Bestandhalter von Gewerbeimmobilien dar.

Die Bewertungsgutachterin hat auf Basis der von ihr ermittelten Peer Group einen unverschuldeten Beta Faktor in Höhe von 0,6 der Bewertung der BBI AG zugrunde gelegt.

Die Bewertungsgutachterin hat die Beta Faktoren auf Basis wöchentlicher Beobachtungen für den Zwei-Jahres-Zeitraum bis einschließlich 31. Mai 2024 sowie auf Basis monatlicher Beobachtungen für den Fünf-Jahreszeitraum bis einschließlich 31. Mai 2024 erhoben. Als Referenzindex wurde auf einen entsprechenden lokalen breiten Index sowie auf den globalen MSCI World Index abgestellt. Die Bewertungsgutachterin hat direkt aus den (Kurs-)Renditen mittels Regression abgeleitete Raw Beta Faktoren herangezogen. Für die Ermittlung der unverschuldeten Raw Beta Faktoren hat die Bewertungsgutachterin Kapitalmarktdaten von S&P Capital IQ verwendet.

Darüber hinaus legt die Bewertungsgutachterin der Ableitung des unverschuldeten Beta Faktors den Beta Faktor des Fremdkapitals (sog. Debt-Beta Faktor) zugrunde. Der Debt-Beta Faktor berücksichtigt, dass Fremdkapitalgeber im Insolvenzfall auch einem Ausfallrisiko ausgesetzt sind. Dieses Ausfallrisiko kommt durch die Höhe der Renditeforderung der Fremdkapitalgeber zum Ausdruck, die in der Regel in Abhängigkeit von der Bonität des Kreditnehmers deutlich über dem risikolosen Zinssatz liegt. Die Berücksichtigung des Debt-Beta Faktors ist in der Bewertungspraxis und -theorie allgemein akzeptiert.⁴⁵ Wir halten die Berücksichtigung eines Debt-Beta Faktors in Ergänzung zum Beta Faktor des Eigenkapitals für sachgerecht, um die anteilige Übernahme des Finanzierungsrisikos durch die Fremdkapitalgeber abzubilden.

Wir haben die Ableitung des Beta Faktors durch die Bewertungsgutachterin nachvollzogen. Zur Prüfung der Angemessenheit des von der Bewertungsgutachterin angesetzten unverschuldeten Beta Faktors haben wir darüber hinaus eigene Berechnungen von Beta Faktoren auf der Grundlage der Daten des Finanzdienstleisters S&P Capital IQ durchgeführt.

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.

⁴⁵ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012, S. 205 ff.

In der Praxis werden Beobachtungszeiträume von fünf Jahren und zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen verwendet.⁴⁶

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 unbeschränkt 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 Vernetzung der internationalen Finanzbeziehungen wird zu Plausibilisierungszwecken auch die Verwendung globaler Indizes empfohlen.⁴⁷

Vor diesem Hintergrund haben wir im Rahmen unserer Prüfung neben dem jeweils breitesten Marktindex des jeweiligen Herkunftslandes (lokaler Performance-Index, sofern verfügbar) zur Plausibilisierung auch den MSCI World Index (internationaler Performance-Index) der einzelnen Vergleichsunternehmen herangezogen.

Die verschuldeten Raw Beta Faktoren der einzelnen von uns ausgewählten Peer Group Unternehmen wurden bis einschließlich 31. Mai 2024 auf Basis wöchentlicher Beobachtungen für den Zwei-Jahres-Zeitraum und auf Basis monatlicher Beobachtungen für den Fünf-Jahres-Zeitraum jeweils mittels Regression gegen den breiten Marktindex des jeweiligen Herkunftslandes der einzelnen Vergleichsunternehmen sowie gegen den MSCI World Index ermittelt. Zurückgegriffen wurde hierbei auf die von dem Finanzdienstleister S&P Capital IQ zur Verfügung gestellten Raw Beta Faktoren.

Die auf Basis von Aktien- und Marktbewegungen ermittelten Raw Beta Faktoren beinhalten aufgrund der Kapitalstruktur des jeweiligen Vergleichsunternehmens ein Finanzierungsrisiko für den Kapitalanleger, welches in einem ersten Schritt bereinigt wurde (sog. „unlevering“).

Die unverschuldeten Raw Beta Faktoren der von uns angesetzten Peer Group – regressiert gegen einen lokalen sowie den internationalen Index (MSCI World) – sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

⁴⁶ Vgl. OLG Frankfurt am Main vom 20.12.2010, 5 W 51/09, S. 23; OLG Frankfurt am Main vom 02.05.2011, 21 W 3/11, S. 22. Tendenziell spricht die Aktualität für einen kürzeren Zeitraum von z.B. zwei Jahren, vgl. LG Frankfurt vom 02.09.2010, 3-5 O 279/08, S. 27.

⁴⁷ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2012, S. 96 f.

Unverschuldete Raw Beta Faktoren	Lokaler Index	Lokaler Index		Globaler Index	
		2 Jahre wöchentlich	5 Jahre monatlich	2 Jahre wöchentlich	5 Jahre monatlich
VIB Vermögen AG	CDAX Index (Total Return)	0,64	0,57	n.s.	n.s.
Hamborner REIT AG	CDAX Index (Total Return)	0,47	0,42	0,43	0,46
Branicks Group AG	CDAX Index (Total Return)	0,43	0,60	n.s.	0,65
PATRIZIA SE	CDAX Index (Total Return)	0,99	0,72	0,98	n.s.
IMMOFINANZ AG	WBI Index	0,73	0,72	0,54	0,77
S IMMO AG	WBI Index	n.s.	0,51	n.s.	0,54
Durchschnitt		0,65	0,59	0,65	0,61

Quelle: S&P Capital IQ

Unsere Analysen ergeben auf zwei Nachkommastellen gerundete unverschuldete Raw Beta Faktoren (Durchschnitt), die in einer Bandbreite zwischen rd. 0,59 und rd. 0,65 liegen. Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte unverschuldete Raw Beta Faktor in Höhe von rd. 0,6 liegt innerhalb dieser beobachteten Bandbreite.

Der Ansatz des Beta Faktors ist auch vor dem Hintergrund des Gesamtrisikos der BBI AG zu würdigen. Als Bestandshalter von Gewerbeimmobilien ist das Geschäft der BBI AG abhängig von der Entwicklung des Gewerbeimmobilienmarkts. Das Erreichen des Umsatz- und Ergebnswachstums der BBI AG ist maßgeblich abhängig von den Mieterträgen der beiden im Bestand verbliebenen Immobilienobjekte. Risiken für die zukünftige Entwicklung der BBI AG gehen grundsätzlich von einem möglichen Mieterwechsel und einem damit verbundenen potenziellen Leerstand aus. Der Pachtvertrag mit der Brauerei in der Manchinger Straße 96 (Objekt Nr. 14) hat insgesamt eine Laufzeit bis zum Jahr 2040 mit einer zweimaligen Verlängerungsoption um jeweils fünf Jahre. Der Mietvertrag über die separat an die Herrnbräu GmbH vermietete Gaststätte in der Manchinger Straße 95 (Objekt Nr. 12) ist unbefristet und kann über die Option einer Sonderkündigung kurzfristig gekündigt werden. Aufgrund der Nähe der Gaststätte zur Brauerei hält der Vorstand eine Kündigung der Brauerei vor Ablauf des Pachtvertrages jedoch für unwahrscheinlich. Langfristig besteht das Risiko, dass der Pachtvertrag nach Ablauf der Grundvertragslaufzeit seitens des Pächters gekündigt wird. Aufgrund der individuellen Gegebenheiten des Objektes (Brauereigelände) ist eine schnelle Wiedervermietung ohne erhebliche Investitionen unwahrscheinlich.

Auf der Grundlage unserer Analysen und Würdigung des Gesamtrisikos der BBI AG erachten wir den von der Bewertungsgutachterin gewählten unverschuldeten Beta Faktor in Höhe von 0,6 als angemessen

c) Fremdkapitalkosten

Die Fremdkapitalkosten reflektieren die Verzinsung der Nettofinanzverbindlichkeiten (Net Debt) im Zeitablauf. Hierbei wurde vereinfachend unterstellt, dass der Marktwert dem Buchwert der Nettofinanzverbindlichkeiten entspricht.

Die Nettofinanzverbindlichkeiten werden durch die liquiden Mitteln sowie externe Bankfinanzierungen für die Immobilienobjekte bestimmt.

Zum 31. Dezember 2023 wird von einem Nettofinanzstatus in Höhe von 22.582 TEUR ausgegangen, welcher auf die Darlehensverbindlichkeiten der Immobilienobjekte entfällt. Mit Auslaufen der Kreditverträge im Jahr 2029 wurde von der Bewertungsgutachterin eine vollständige Rückzahlung der noch ausstehenden Darlehensverbindlichkeiten für das Brauereigelände aus vorhandenen liquiden Mitteln unterstellt.

Als Sollzinssatz wurde von der Bewertungsgutachterin ein gewichteter Zins in Höhe von rd. 1,5% auf Grundlage der vertraglichen Vereinbarungen für die Bankdarlehen für das Brauereigelände angesetzt. Der Habenzinssatz wurde von der Bewertungsgutachterin in Höhe des risikolosen Zinssatzes mit rd. 2,5% angesetzt. Für die Phase der ewigen Rente wurden die Finanzierungskonditionen auf Basis des letzten Planjahres fortgeschrieben.

Die Fremdkapitalkosten wurden unter Berücksichtigung der Unternehmensteuern sowie persönlichen Steuern von der Bewertungsgutachterin sachgerecht in eine Nachsteuergröße umgerechnet.

Wir konnten die Ableitung der Fremdkapitalkosten inhaltlich nachvollziehen und halten diese mit Blick auf unsere Analysen und Gespräche mit dem Management der BBI AG sowie der Bewertungsgutachterin methodisch für sachgerecht und plausibel

d) 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 DCF-Wertformel 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.

In der Planungsrechnung der BBI AG für die Jahre 2024 bis 2033 ist das erzielbare Wachstum in den erwarteten Entwicklungen der Free Cash Flows sowie der Bilanzposten reflektiert. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum war insoweit nicht erforderlich. Auch in den Jahren 2033 ff. (Fortführungsperiode) werden sich die Posten der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung und somit auch die aus den Planungen ableitbaren Free Cash Flows fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum der BBI AG lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden.

Durch die Berücksichtigung eines Wachstumsabschlags in der ewigen Rente wird dem Umstand Rechnung getragen, dass inflatorische Entwicklungen durch ein Unternehmen teilweise besser aufgefangen bzw. weitergegeben werden können als dies bei einer Anlage in festverzinsliche Wertpapiere der Fall ist. Dies bedeutet aber nicht zwingend, dass die Inflation in voller Höhe ausgeglichen werden kann. Die Entwicklung von Unternehmensgewinnen hängt nicht

nur von der Inflation, sondern insbesondere von der Markt- und Konkurrenzsituation sowie der internen Kostenentwicklung ab. Die erwartete Inflationsrate ist deshalb nur ein erster Anhaltspunkt für die Ermittlung des Wachstumsabschlags.

Entsprechend dem geldpolitischen Stabilitätsziel der Europäischen Zentralbank (EZB) wird eine nachhaltige Inflationsrate von 2,0% für den Euro-Raum determiniert.⁴⁸ Gemäß der Inflationsprognose der EZB vom Juni 2024 wird erwartet, dass die Inflation ausgehend von 5,4% im Jahr 2023 kontinuierlich auf 2,5% im Jahr 2024, 2,2% im Jahr 2025 und 1,9% im Jahr 2026 sinken wird.⁴⁹ Die Geldpolitik der EZB spiegelt sich auch in den tatsächlichen historischen Inflationsraten wider, wie der vom statistischen Bundesamt ermittelte Verbraucherpreisindex (VPI) zeigt. Danach ergab sich für die Jahre 2000 bis 2023 für Deutschland eine durchschnittliche Preisänderungsrate von 1,75% p.a.⁵⁰ Auch prognostizierte die Deutsche Bundesbank im Rahmen ihres Monatsberichts vom Juni 2024 mit dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Jahr 2024 eine Inflationsrate von 2,8%, für das Jahr 2025 von 2,7% und für das Jahr 2026 von 2,2%.⁵¹ Der IMF prognostiziert für den Zeitraum 2024 bis 2029 eine jährliche durchschnittliche Inflationsrate von 2,1% für Deutschland.⁵²

Da es gilt, das inflationsbedingte Wachstum der künftigen finanziellen Überschüsse des Bewertungsobjekts zu erfassen, ist allein die preisänderungsbedingte unternehmensspezifische Inflationsrate als Wachstumsabschlag zu berücksichtigen. Die preisänderungsbedingten unternehmensspezifischen Wachstumseffekte sind durch die auf die jedes Unternehmen individuell treffenden Preisveränderungen auf den Beschaffungsmärkten, die Fähigkeit zur kontinuierlichen Realisierung von Effizienzgewinnen und der Möglichkeit zur kundenseitigen Überwälzung von Kostensteigerungen beeinflusst. Insoweit kann die erwartete konsumorientierte Inflationsrate für die Schätzung der nachhaltigen unternehmensspezifischen Inflationsrate nur ein erster und sehr grober Anhaltspunkt sein.

Auch in der Rechtsprechung ist anerkannt, dass der konkret zugrunde zu legende Wachstumsabschlag keinesfalls der Höhe der erwarteten allgemeinen Inflation entsprechen muss. Es ist nämlich nicht zwangsläufig, dass künftige unternehmensindividuelle Kostensteigerungen in vollem Umfang auf die Kunden übergewälzt bzw. durch Effizienzsteigerungen aufgefangen werden können. In der Rechtsprechung werden im Allgemeinen Wachstumsraten zwischen 0,5% und 1,0% angesetzt.⁵³

⁴⁸ Vgl. EZB, Juni 2024, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/monopol/html/index.de.html>, abgerufen am 20.06.2024.

⁴⁹ Vgl. EZB, Juni 2024, <https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/index.de.html>, abgerufen am 20.06.2024.

⁵⁰ Vgl. Statistisches Bundesamt (Destatis), 2024, Verbraucherpreisindex (inklusive Veränderungsraten) ab 1991, Juni 2024.

⁵¹ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Juni 2024, S. 17, <https://publikationen.bundesbank.de/caas/v1/media/932980/referenceDoc/f5084937275dbb630259582e4c925339>, abgerufen am 24.06.2024.

⁵² Vgl. IMF, World Economic Outlook Database, April 2024.

⁵³ Vgl. Ruthardt/Hachmeister, DB 2014, S. 193 ff.

Die Bewertungsgutachterin hat eine nachhaltige Wachstumsrate für die BBI AG in Höhe von 1,5% (vor persönlichen Steuern) p.a. bzw. 1,3% (nach persönlichen Steuern) p.a. angesetzt.

Wir beurteilen diese nachhaltige Wachstumsrate für die BBI AG vor dem Hintergrund folgender Überlegungen als angemessen:

Der Gewerbeimmobilienmarkt ist von einem zunehmenden Preisdruck gekennzeichnet. Vor dem Hintergrund, dass sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen tendenziell restriktiv auf die langfristigen Mietpreissteigerungen auswirken, kann davon ausgegangen werden, dass inflationsbedingte Kostensteigerungen auf der Beschaffungsseite nur eingeschränkt durch die BBI AG an ihre Mieter weitergegeben werden. Bei der Brauereiliegenschaft ist vertraglich vereinbart, dass die Steigerung des Verbraucherpreisindex lediglich mit 75% an den Mieter weitergegeben wird, sobald der Verbraucherpreisindex einen Schwellenwert von 10% übersteigt. Bei der Gastronomieliegenschaft kann dagegen die volle Steigerung des Verbraucherpreisindex bei einer Steigerung von größer als 5% weitergegeben werden.

Unter dieser Gesamtwürdigung halten wir ein jährliches durchschnittliches Wachstum für die BBI AG von 1,5% (vor persönlichen Steuern) p.a. bzw. 1,3% (nach persönlichen Steuern) p.a. für angemessen.

Auf der Grundlage der vorstehenden Überlegungen ergeben sich für die BBI AG die folgenden Kapitalisierungszinssätze (WACC):

BBI AG WACC	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Ewige Rente
Basiszinssatz vor persönlicher Einkommensteuer	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Persönliche Einkommensteuer auf Basiszinssatz	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Basiszinssatz nach persönlicher Einkommensteuer	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Marktrisikoprämie im Tax-CAPM	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Beta Faktor unverschuldet	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Verschuldungsgrad	0,83	0,14	0,05	-0,02	-0,08	-0,13	-0,17	-0,21	-0,24	-0,26	-0,29
Beta Faktor verschuldet	1,10	0,68	0,63	0,59	0,55	0,52	0,50	0,48	0,46	0,44	0,43
Risikozuschlag	6,30%	3,93%	3,62%	3,37%	3,16%	2,99%	2,85%	2,74%	2,64%	2,54%	2,45%
Eigenkapitalkosten	8,15%	5,77%	5,46%	5,21%	5,00%	4,83%	4,70%	4,58%	4,48%	4,38%	4,29%
FK-Kosten nach Steuern	0,92%	0,92%	0,92%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%
Eigenkapitalquote	54,7%	87,8%	95,4%	102,3%	109,0%	115,6%	120,9%	125,8%	130,8%	135,7%	140,7%
Fremdkapitalquote	45,3%	12,2%	4,6%	-2,3%	-9,0%	-15,6%	-20,9%	-25,8%	-30,8%	-35,7%	-40,7%
Wachstumsabschlag nach Steuern											-1,3%
Gewichtete Kapitalkosten (WACC)	4,87%	5,18%	5,25%	5,30%	5,32%	5,34%	5,35%	5,37%	5,38%	5,39%	4,11%

2.6. DCF-Wert

Ausgehend vom Ergebnis der BBI AG und den hieraus abgeleiteten Free Cash Flows abzüglich der effektiven Einkommensteuer hat die Bewertungsgutachterin unter Anwendung der maßgeblichen periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze (WACC) den DCF-Wert des betriebsnotwendigen Vermögens der BBI AG zum 13. August 2024 wie folgt ermittelt:

BBI AG Discounted Cash Flow	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Ewige Rente
in TEUR											
Free Cash Flow	49.710	151	129	121	114	131	133	133	132	134	110
Gewichtete Kapitalkosten (WACC)	4,87%	5,18%	5,25%	5,30%	5,32%	5,34%	5,35%	5,37%	5,38%	5,39%	4,11%
Barwertfaktor	0,954	0,907	0,861	0,818	0,777	0,737	0,700	0,664	0,630	0,598	14,563
Barwerte zum 31.12.	47.399	137	111	99	89	97	93	88	83	80	1.597
Unternehmenswert zum 31.12.2023	49.874										
Nettofinanzstatus	(22.582)										
Unternehmenswert zum 31.12.2023	27.291										
Aufzinsung	1.356										
Unternehmenswert zum 13.08.2024	28.647										

Die Kapitalisierung der erwarteten Free Cash Flows mittels der zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze (WACC) auf den maßgeblichen Bewertungsstichtag 13. August 2024 haben wir rechnerisch nachvollzogen und erheben keine Einwände. Es ergibt sich danach ein DCF-Wert der BBI AG zum 13. August 2024 in Höhe von 28.647 TEUR.

2.7. Gesondert bewertete Vermögenswerte

Die gesondert bewerteten Vermögenswerte sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst:

BBI AG Gesondert bewertete Vermögenswerte	
in TEUR	
Überschüssige Liquidität	15.776
Forderung gegenüber verbundenen Unternehmen	108.059
Gesondert ausgekehrte Beträge	8.000
Landwirtschaftliche Flächen	25
Fläche im Baggersee	3
Pensionsrückstellungen	(682)
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	(83.568)
Gesondert bewertete Vermögenswerte	47.614

Überschüssige Liquidität

Die Bewertungsgutachterin hat ausgehend von den liquiden Mitteln der BBI AG zum 31. Dezember 2023 in Höhe von 15.786 TEUR unter Berücksichtigung einer operativen Mindestkasse eine freie Liquidität in Höhe von 15.776 TEUR abgeleitet. Die operativ notwendige Liquidität wurde auf Basis des Planjahres 2024 in Höhe der Mietnebenkosten, der Ausgaben für die Instandhaltung und der Verwaltungsaufwendungen für 4 Monate mit rd. 10 TEUR p.a. abgeleitet.

Forderung gegenüber verbundenen Unternehmen

Die Bewertungsgutachterin hat die Darlehensforderungen der BBI AG gegenüber der VIB Vermögen AG in Höhe von 108.059 TEUR als Sonderwert angesetzt.

Gesondert ausgekehrte Beträge

Vor dem Hintergrund des im Jahr 2024 durch die realisierte und geplante Veräußerung der Einzelhandelsimmobilien erfolgten Liquiditätszuflusses hat die Bewertungsgutachterin zusätzlich bewertungstechnisch ausgekehrte Beträge in Höhe von 8.000 TEUR angenommen.

Landwirtschaftliche Flächen

Die BBI AG verfügt über eine landwirtschaftlich genutzte Fläche (Kuhweide) in Pförring, die sich über insgesamt rd. 4.206 m² erstreckt und keiner anderweitigen Nutzung zugeführt werden kann. Unter Bezugnahme auf die Bodenrichtwerte des Gutachterausschusses und Vergleichsgrundstücke in der nahen Umgebung wurde von der Bewertungsgutachterin ein Wert von 6,0 EUR/m²⁵⁴ für die landwirtschaftlich genutzte Fläche als angemessen und marktüblich erachtet. Der Marktwert der landwirtschaftlich genutzten Fläche beläuft sich somit auf rd. 25 TEUR.

Fläche im Baggersee

Die BBI AG verfügt über eine Fläche in einem Baggersee von rd. 12.360 m², der südwestlich der Stadt Ingolstadt nördlich der Donau liegt. Aufgrund der fehlenden wirtschaftlichen Nutzbarkeit hat die Bewertungsgutachterin einen Wert von 0,25 EUR/m² ausgehend von der Literatur⁵⁵ als angemessen und marktüblich erachtet. Der Marktwert der Fläche im Baggersee beläuft sich somit auf rd. 3 TEUR.

⁵⁴ Vgl. PwC-Analysen; Donaukurier: Die Preise steigen: Neu ermittelte Bodenrichtwerte im Kreis Eichstätt weisen auch für Altmannstein höhere Zahlen aus, unter https://www.donaukurier.de/lokales/landkreis-eichstaett/die-preise-steigen-6549867#google_vignette, vom August 2022, abgerufen am 25.06.2024.

⁵⁵ Vgl. Wolfgang Kleiber, Marktwertermittlung nach ImmoWertV, 9. Aufl., 2022, wirtschaftlich selbständige Wasserflächen, Punkt 17.

Pensionsrückstellungen

Die Bewertungsgutachterin hat die Pensionsrückstellungen zum 31. Dezember 2023, die die Verpflichtungen der BBI AG gegenüber ehemaligen Mitgliedern des Vorstands bzw. deren Hinterbliebenen betreffen, als Sonderwert in Höhe von 682 TEUR in Abzug gebracht.

Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen

Die Bewertungsgutachterin hat die Verbindlichkeiten aus der Ergebnisabführung gegenüber der VIB Vermögen AG zum 31. Dezember 2023 in Höhe von 83.568 TEUR als Sonderwert in Abzug gebracht.

Wir haben die Identifikation und die jeweiligen Wertansätze für die gesondert bewerteten Vermögenswerte mit der BBI AG und der Bewertungsgutachterin diskutiert. Nach Angaben des Vorstandes der BBI AG gibt es keine weiteren Vermögenswerte, die im Rahmen einer gesonderten Bewertung zusätzlich zur Ertragsbewertung zu erfassen wären. Aus unseren diesbezüglichen Prüfungshandlungen ergaben sich keine widersprüchlichen Erkenntnisse. Wir erachten den Ansatz und die Bewertung der gesondert bewerteten Vermögenswerte als sachgerecht und angemessen.

2.8. Unternehmenswert und Wert je Aktie

Der Unternehmenswert der BBI AG und der Wert je Aktie ergeben sich nach unseren Ermittlungen unter Berücksichtigung des DCF-Wertes und der gesondert bewerteten Vermögenswerte zum 13. August 2024 wie folgt:

BBI AG Unternehmenswert und Wert je Aktie zum 13. August 2024	
DCF-Wert (in TEUR)	28.647
Gesondert bewertete Vermögenswerte (in TEUR)	47.614
Unternehmenswert (in TEUR)	76.261
Anzahl der Aktien	5.200.000
Wert je Aktie (in EUR)	14,67

2.9. Sensitivitätsanalyse und Wertbandbreite

Vor dem Hintergrund einer möglichen Änderung des Basiszinssatzes und der erhöhten Unsicherheit bei der Schätzung des Beta Faktors haben wir eine Sensitivitätsanalyse vorgenommen, bei dem der Basiszinssatz in einer Bandbreite von 2,00% bis 3,00% und der Beta Faktor in einer Bandbreite von 0,50 bis 0,70 c.p. variiert wurde.

Die Ergebnisse dieser Sensitivitätsberechnung sind im Folgenden dargestellt:

BBI AG Sensitivitätsanalyse im DCF-Verfahren		Basiszinssatz				
Unternehmenswert in TEUR		2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%
Beta Faktor	0,50	77.163	76.956	76.769	76.598	76.441
	0,60	76.557	76.403	76.261	76.129	76.006
	0,70	76.088	75.968	75.855	75.749	75.649

BBI AG Sensitivitätsanalyse im DCF-Verfahren		Basiszinssatz				
Wert je Aktie in EUR		2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%
Beta Faktor	0,50	14,84	14,80	14,76	14,73	14,70
	0,60	14,72	14,69	14,67	14,64	14,62
	0,70	14,63	14,61	14,59	14,57	14,55

2.10. Plausibilisierung des Unternehmenswertes

Ergänzend zu dem mittels des DCF-Verfahrens ermittelten Unternehmenswert haben wir anhand von vereinfachten Preisfindungen eine Plausibilitätsbeurteilung vorgenommen.

a) Net Asset Value

In der Praxis ist es üblich, den Wert von Immobilienunternehmen auch auf Basis des Net Asset Value Verfahrens zu ermitteln. Beim Net Asset Value Verfahren handelt es sich um einen sogenannten Einzelbewertungsansatz, wobei der Unternehmenswert durch die gesonderte Einzelbewertung der Vermögenswerte und Schulden zum Bewertungsstichtag abgeleitet wird. Dabei erfolgt die Bewertung der einzelnen Immobilien der Gesellschaft mit den Marktwerten. Die restlichen selbstständig bewertbaren Vermögensgegenstände sowie Schulden werden gesondert mit Marktwerten oder Buchwerten erfasst, sofern der Buchwert nicht wesentlich vom Marktwert abweicht.

Aufgrund der Bedeutung der Richtlinien der EFRA in der Immobilienwirtschaft hat die Bewertungsgutachterin die Ableitung des Net Asset Values in Anlehnung an die EPRA-Richtlinien vorgenommen.

Die Bewertungsgutachterin hat zur Ermittlung des Net Asset Value die nach handelsrechtlichen Grundsätzen erstellte Bilanz der BBI AG zum 31. Dezember 2023 zugrunde gelegt.

Aufgrund der im Jahr 2024 realisierten und geplanten Transaktionen sowie aufgrund des Charakters einzelner Vermögensgegenständen und Verbindlichkeiten hat die Bewertungsgutachterin im ersten Schritt den Net Asset Value („NAV“) der BBI AG ermittelt. In diesem Zusammenhang wurden die im DCF-Verfahren berücksichtigten Sonderwerte sowie die realisierten und geplanten Immobilientransaktionen aufgrund vorliegender bzw. erwarteter Kaufpreise im Rahmen der NAV-Ermittlung jeweils separat angesetzt und ein Barwert der Verwaltungskosten in Abzug gebracht.

BBI AG Net Asset Value zum 31. Dezember 2023			
in TEUR	Buchwert HGB	Anpassung	Marktwert
Immobilien	28.008	(20.328)	7.680
Immaterielle Vermögensgegenstände	0	-	0
Finanzanlagen	2.258	(2.258)	-
Anlagevermögen	30.265	(22.585)	7.680
Forderung gegenüber verbundenen Unternehmen	108.059	(108.059)	-
Laufende Forderungen	83	-	83
Sonstige Vermögensgegenstände	3.084	-	3.084
Liquide Mittel	15.786	(15.776)	10
Rechnungsabgrenzungsposten	56	-	56
Pensionsrückstellungen	(682)	682	-
Sonstige Rückstellungen	(229)	-	(229)
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	(23)	-	(23)
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	(83.568)	83.568	-
Sonstige Verbindlichkeiten	(15)	-	(15)
Bankverbindlichkeiten	(22.582)	17.363	(5.219)
Sonstige Bilanzposten	19.968	(22.222)	(2.254)
Summe operatives Geschäft	50.233	(44.808)	5.426
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	1	27	28
Forderung gegenüber verbundenen Unternehmen	108.059	-	108.059
Überschüssige Liquidität	15.786	(10)	15.776
Pensionsrückstellungen	(682)	-	(682)
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	(83.568)	-	(83.568)
Summe Sonderwerte	39.597	17	39.614
Immobilien	851	12.149	13.000
Finanzanlagen	2.258	390	2.648
Bankverbindlichkeiten	(2.834)	-	(2.834)
Steueraufwand	-	(1.923)	(1.923)
Summe Transaktionen März 2024	274	10.617	10.891
Immobilien	23.969	15.231	39.200
Bankverbindlichkeiten	(14.529)	-	(14.529)
Steueraufwand	-	(2.410)	(2.410)
Summe Transaktionen Juni 2024	9.439	12.821	22.260
NAV der BBI AG zum 31. Dezember 2023			78.191

Der NAV des operativen Geschäftes der BBI AG beläuft sich auf 5.426 TEUR und lässt sich aus den Aktivposten der Bilanz abzüglich der Schulden gemäß HGB berechnen. Dabei wurden die beiden Immobilien in der Manchinger Str. 95 und 96 auf Basis der durch CBRE erstellten Bewertungsgutachten mit ihren Marktwerten zum 31. Dezember 2023 in Höhe von insgesamt 7.680 TEUR angesetzt.

Die Bewertungsgutachterin hat das Gutachten von CBRE umfassend analysiert und einer Plausibilitätsprüfung unterzogen.

Die Bewertungsgutachterin hat die Bewertungen für die relevanten Immobilienobjekte mit den Annahmen von CBRE nachgerechnet und die rechnerische Richtigkeit des Gutachtens von CBRE bestätigt.

Darüber hinaus hat die Bewertungsgutachterin die Renditekennzahlen, die Kapitalisierungs- und Diskontierungszinssätze sowie Marktwerte (EUR/m²) in marktübliche Bandbreiten eingeordnet und bewertet. Des weiteren wurden Bewertungsparameter, wie Marktmiete, Bewirtschaftungskosten, Wiedervermietungskosten und Capex, plausibilisiert.

Die Brutto- und Nettoanfangsrenditen liegen im unteren Bereich der von der Bewertungsgutachterin recherchierten Spannen. Die bei der Bewertung der Brauerei in der Manchinger Str. 96 in Ingolstadt angesetzte Bruttoanfangsrendite liegt bezogen auf die Marktmiete gemäß dem CBRE Gutachten bei 10,2%. Da jedoch die Marktmiete bei der Wiedervermietung im Betrachtungszeitraum nicht angesetzt wird, sondern die Bewertung auf Basis der unter der Marktmiete liegenden Potenzialmiete erfolgt, hat die Bewertungsgutachterin unter Berücksichtigung der Mindermiete eine durchschnittliche Bruttoanfangsrendite in Höhe von 6,4% über den Betrachtungszeitraum ermittelt. Durch den längerfristigen Pachtvertrag erachtet die Bewertungsgutachterin die Renditen bei den getroffenen Mieten zwar als verzerrt, aber als plausibel. Die Brauerei verfügt über eine sehr gute Lage mit optimaler Verkehrsanbindung.

Die im CBRE Gutachten angesetzten Kapitalisierungszinssätze werden von der Bewertungsgutachterin als plausibel erachtet. Der Kapitalisierungszinssatz der Brauerei ist dabei mit 6,6% im Vergleich zur Gastronomieliegenschaft mit 7,2% geringer. Dies kann dadurch begründet werden, dass die Gastronomieliegenschaft stark von der Brauerei und deren Bestehen abhängig ist. Dies stellt grundsätzlich ein potenzielles Risiko dar, da Veränderungen oder Schwierigkeiten seitens der Brauerei direkte Auswirkungen auf den Betrieb der Gastronomieliegenschaft haben können. Weiterhin liegt das Gastronomiegebäude zwar mitten im Gewerbegebiet, wodurch regelmäßige Kundschaft aus den umliegenden Gewerbebetrieben sicher ist, jedoch handelt es sich hierbei nicht um ein erstklassiges oder besonders frequentiertes Gebiet. Dies kann die Besucherzahlen und damit die Einnahmen der Gastronomieliegenschaft negativ beeinflussen. Des Weiteren weist das Gastronomiegebäude mit 60 Jahren ein erhöhtes Gebäudealter auf, was zu einem erhöhten Instandhaltungs- und ggf. Investitionsbedarf führen kann. Auch die eher unterdurchschnittliche Ausstattung des Gastronomiegebäudes kann die Attraktivität des Lokals für Gäste mindern und das Umsatzpotenzial einschränken, was zu dem insgesamt höheren Kapitalisierungszinssatz führt.

Zur Plausibilisierung der Marktwerte hat die Bewertungsgutachterin die Marktwerte auf Basis des Wertes je EUR/m² analysiert und diese anhand von Vergleichskaufpreisen auf Basis von Angebotspreisen plausibilisiert.

Der im Rahmen des CBRE Gutachtens ermittelte Marktwert der Gastronomieliegenschaft in Höhe von 1.051 EUR/m² liegt dabei in der Bandbreite der von der Bewertungsgutachterin beobachteten Angebotspreisen. Der Marktwert der Brauerei laut CBRE Gutachten in Höhe von 450 EUR/m² liegt im unteren Bereich der von der Bewertungsgutachterin beobachteten Angebotspreise für Produktionsimmobilien in bayerischen Gemeinden mit ähnlicher Einwohnerzahl.

Die im Rahmen des CBRE Gutachtens angesetzten Marktmieten der Gastronomieliegenschaft wurden ebenfalls von der Bewertungsgutachterin plausibilisiert. Die laut CBRE Gutachten ermittelte Marktmiete für die Gastronomieeinheit in Höhe von 8,96 EUR/m² bzw. für die Brauerei in Höhe von 3,82 EUR/m² liegen in der von der Bewertungsgutachterin jeweils beobachtbaren Spanne von Angebotsmieten von Gastronomieimmobilien bzw. Produktionshallen in Bayern.

Im Rahmen der Ermittlung des NAV des operativen Geschäfts hat die Bewertungsgutachterin lediglich die auf die Brauerei- und Gastronomieliegenschaft entfallenden Bankverbindlichkeiten in Höhe von 5.219 TEUR in Abzug gebracht.

Der im Rahmen des NAV angesetzte Sonderwert beträgt 39.614 TEUR und entspricht grundsätzlich den im Rahmen des DCF-Verfahrens gesondert bewerten Vermögenswerten mit Ausnahme der aufgrund der geplanten und realisierten Veräußerung der Einzelhandelsimmobilien ausgekehrten Beträge in Höhe von 8.000 TEUR. Diese wurden bei der Ermittlung des NAV der Transaktionen separat berücksichtigt.

Der NAV der im März 2024 realisierten Transaktionen liegt bei 10.891 TEUR und setzt sich aus den Buchwerten der verkauften Gastronomieliegenschaften und der Beteiligung an der BHB-Brauholding Bayern Mitte AG zuzüglich der stillen Reserven auf Basis des Kaufpreises gemäß dem Kaufvertrag abzüglich der auf diese Immobilien entfallenden Finanzierung zusammen. Darüber hinaus wurde der auf den Veräußerungsgewinn entfallende Steueraufwand in Höhe der Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag in Abzug gebracht. Auf einen Ansatz eines zu versteuernden Veräußerungsgewinns der Finanzbeteiligung an der BHB-Brauholding Bayern Mitte AG wurde aufgrund von körperschaftlichen Steuerbefreiungen (§ 8b KStG) verzichtet.

Der NAV der im Juni 2024 geplanten Transaktionen beträgt 22.260 TEUR und umfasst die Buchwerte der drei zu verkaufenden Einzelhandelsimmobilien, die stillen Reserven auf Basis der geplanten Kaufpreise gemäß Entwurf des Kaufvertrages in Höhe von insgesamt 39.200 TEUR abzüglich der auf diese Immobilien entfallenden Finanzierung sowie des Steueraufwands auf den Veräußerungsgewinn unter Berücksichtigung der Körperschaftsteuer inkl. Solidaritätszuschlag.

Der NAV der BBI AG zum 31. Dezember 2023 beläuft sich damit auf insgesamt 78.191 TEUR. Unter Berücksichtigung eines Barwerts für Verwaltungskosten ergibt sich ein NAV pro Aktie in Höhe von 14,41 EUR, der unterhalb des auf Basis des DCF-Verfahrens und des Barwerts der Ausgleichszahlung abgeleiteten Werts pro Aktie liegt.

BBI AG Wert je Aktie auf Basis des NAV zum 31. Dezember 2023	
NAV der BBI AG (in TEUR)	78.191
Verwaltungskosten (in TEUR)	(175)
WACC	5,4%
Barwertfaktor	18,49
Barwert der Verwaltungskosten (in TEUR)	(3.235)
NAV der BBI AG nach Abzug der Verwaltungskosten (in TEUR)	74.956
Anzahl der Aktien	5.200.000
Wert je Aktie auf Basis des NAV zum 31. Dezember 2023 (in EUR)	14,41

Anschließend wurde der aus der Bilanz der BBI AG zum 31. Dezember 2023 ermittelte NAV für das operative Geschäft der BBI AG als bestandshaltende Immobiliengesellschaft ohne Berücksichtigung der Sonderwerte und Transaktionen zum EPRA NTA übergeleitet:

BBI AG Net Tangible Assets (EPRA NTA) zum 31. Dezember 2023			
in TEUR	Buchwert HGB	Anpassung	Marktwert
Summe operatives Geschäft	50.233	(44.808)	5.426
./. Immaterielle Vermögensgegenstände			(0)
+ Grunderwerbsteuer			269
+ Latente Steuern			-
EPRA NTA der BBI AG zum 31.12.2023			5.695

Die immateriellen Vermögensgegenstände der BBI AG in Höhe von 1 EUR werden gemäß der Definition des EPRA NTA eliminiert.

Die Grunderwerbsteuer in Höhe von 3,5% in Bayern wurde auf Basis des Marktwerts der Immobilien in Höhe von 7.680 TEUR gemäß dem Immobiliengutachten von CBRE zum 31. Dezember 2023 ermittelt und liegt bei 269 TEUR.

Insgesamt ermittelt die Bewertungsgutachterin für die BBI AG ein EPRA NTA in Höhe von 5.695 TEUR zum 31. Dezember 2023.

Wir konnten die Ableitung des Net Asset Value inhaltlich nachvollziehen und halten diese mit Blick auf unsere Analysen und Gespräche mit dem Vorstand der BBI AG sowie der Bewertungsgutachterin methodisch für sachgerecht und plausibel.

b) Vergleichsorientierte Bewertung

Die Bewertungspraxis kennt vereinfachte Verfahren auf Basis von Multiplikatoren, die zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Unternehmensbewertung auf Basis der DCF- oder Ertragswertverfahren 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 Interessenlage 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.

Wir haben im Folgenden eine überschlägige Ermittlung von Marktmultiplikatoren vorgenommen, um das auf Basis des DCF-Verfahrens ermittelte Bewertungsergebnis 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 DCF-Verfahren haben wir für die Vergleichsunternehmen, die auch der Bestimmung des Beta Faktors zugrunde gelegt wurden, Multiplikatoren ermittelt, sofern belastbare Daten vorhanden waren.

Die Bewertungsgutachterin hat als Grundlage für die Ableitung der Multiplikatoren auf die EPRA NTA-Werte der Vergleichsunternehmen zurückgegriffen, die in den jeweiligen Konzernabschlüssen veröffentlicht wurden. Für das Vergleichsunternehmen PATRIZIA SE wurden keine EPRA NTA-Kennzahlen publiziert.

Als Unternehmenswert der Vergleichsunternehmen aus Sicht der Eigenkapitalgeber hat die Bewertungsgutachterin einen volumengewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs auf Basis von Schlusskursen abgeleitet über einen Zeitraum von drei Monaten vor dem 31. Mai 2024 zugrunde gelegt. Etwaige Minderheitenanteile der Vergleichsunternehmen wurden im Rahmen der Ermittlung des Eigenkapitalwerts nicht berücksichtigt, da Minderheitenanteile bereits bei der Ableitung des EPRA NTA der Vergleichsunternehmen in Abzug gebracht werden.

Wir haben die Herleitung der Unternehmenswerte und NTA-Multiplikatoren nachvollzogen und mit Hilfe des Informationsanbieter S&P Capital IQ eigene Multiplikatoren abgeleitet. Für den Unternehmenswert haben wir den volumengewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs auf Basis von täglichen Durchschnittskursen zugrunde gelegt. Für die von uns verwendeten Vergleichsunternehmen ergeben sich folgende Multiplikatoren:

BBI AG NTA-Multiplikatoren		31.05.2024
Aktienkurs (3M VWAP) in EUR		
VIB Vermögen AG		10,60
Hamborner REIT AG		6,64
Branicks Group AG		3,35
IMMOFINANZ AG		23,04
S IMMO AG		17,28
EPRA NTA je Aktie (jeweils zum 31. Dezember 2023)		
VIB Vermögen AG		40,69
Hamborner REIT AG		10,01
Branicks Group AG		16,85
IMMOFINANZ AG		28,00
S IMMO AG		25,00
NTA-Multiplikator		
VIB Vermögen AG		0,26x
Hamborner REIT AG		0,66x
Branicks Group AG		0,20x
IMMOFINANZ AG		0,82x
S IMMO AG		0,69x
Ø NTA-Multiplikator		0,53x
<i>Median</i>		<i>0,66x</i>
<i>Maximum</i>		<i>0,82x</i>
<i>Minimum</i>		<i>0,20x</i>

Quelle: S&P Capital IQ ; Konzernabschlüsse der Peer Group Unternehmen zum 31.12.2023.

Die beobachtbaren NTA-Multiplikatoren weisen eine Bandbreite zwischen 0,20x und 0,82x auf. Im Durchschnitt liegen die NTA-Multiplikatoren bei 0,53x.

Im Folgenden haben wir die zuvor ermittelten Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen auf das EPRA NTA des operativen Geschäfts der BBI AG zum 31. Dezember 2023 angewendet:

BBI AG Unternehmenswert auf Basis von NTA-Multiplikatoren	
in TEUR	
Ø NTA-Multiplikator	0,53x
Median	0,66x
Maximum	0,82x
Minimum	0,20x
EPRA NTA der BBI AG zum 31.12.2023	5.695
Ø Unternehmenswert	3.003
Median	3.777
Maximum	4.686
Minimum	1.132
Sonderwerte	39.614
Transaktionen März 2024	10.891
Transaktionen Juni 2024	22.260
Ø Unternehmenswert inkl. Sonderwerte & Transaktionen	75.769
Median	76.543
Maximum	77.452
Minimum	73.898
Anzahl Aktien	5.200.000
Ø Wert je Aktie in EUR	14,57
Median	14,72
Maximum	14,89
Minimum	14,21

Quelle: S&P Capital IQ; Forvis Mazars Analysen

Für die NTA-Multiplikatoren ergibt sich – unter Berücksichtigung der Sonderwerte und Transaktionen im März 2024 bzw. Juni 2024 – eine Bandbreite von Unternehmenswerten von 73.898 TEUR bis 77.452 TEUR. Dies entspricht einer Wertbandbreite von 14,21 EUR bis 14,89 EUR je Aktie.

Der Sonderwert sowie die separat angesetzten Werte für die Transaktionen im März 2024 und Juni 2024 werden insgesamt mit einem Betrag von 72.765 TEUR berücksichtigt. Für die Ermittlung der einzelnen Werte verweisen wir auf Kapitel C.II.2.10.a).

Der auf Basis des DCF-Verfahrens für die BBI AG ermittelte Wert je Aktie in Höhe von 14,67 EUR liegt innerhalb der Bandbreite der auf Basis des NTA-Multiplikators ermittelten Wert je Aktie.

c) Vorerwerbe

Die VIB Vermögen AG verfügte zum Zeitpunkt des Abschlusses des EAV am 6. Mai 2008 über 4.264.749 Aktien an der BBI AG, was einem Anteil von 82,01% des Grundkapitals der BBI AG entsprach. Daraufhin hat die VIB Vermögen AG in den Jahren 2009 bis 2014 weitere 669.128 Aktien an der BBI AG erworben. Danach fanden keine Erwerbe von Aktien an der BBI AG durch die VIB Vermögen AG mehr statt.

Mit Ad hoc-Mitteilung vom 22. Mai 2024 hat die BBI AG bekanntgegeben, dass die VIB Vermögen AG eine Verschmelzung der BBI AG auf die VIB Vermögen AG anstrebe und vorschlage, in Verhandlungen über den Abschluss eines Verschmelzungsvertrags einzutreten. In

diesem Zusammenhang hat die VIB Vermögen AG gegenüber der BBI AG erklärt, dass sie den Ausschluss der Minderheitsaktionäre der BBI AG nach § 62 Abs. 1 und Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG (verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out) anstrebt.

Das Bundesverfassungsgericht hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteilseigentums zur Bemessung der Barabfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können, weil sie regelmäßig weder zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien eine Beziehung haben.⁵⁶ Die Erwägungen eines Mehrheitsaktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme – wie z.B. im Rahmen eines Übernahmeangebots – ggf. überhöhte Preise zu akzeptieren bereit ist, seien lediglich für den Mehrheitsaktionär bestimmend, während sie für Dritte keine Bedeutung hätten. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelinge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch. Diese Entscheidung entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung⁵⁷ und ist auch auf die Ermittlung der Barabfindung im Rahmen eines Verfahrens zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre übertragbar.

Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH am 15. Oktober 2009 (Rs. C-101/08, AG 2009, S. 821 ff.) getroffen. Nach Auffassung des EuGH enthält das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz, durch den die Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt sind, dass der Hauptaktionär verpflichtet ist, deren Aktien zu den gleichen Bedingungen aufzukaufen wie die, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der der Hauptaktionär die Kontrolle erlangt oder seine Kontrolle verstärkt wird.

Das OLG Frankfurt am Main hat in seiner Entscheidung vom 13. September 2021 (AktZ. 21 W 38/15) dagegen die Schätzung des Unternehmenswertes zur Festsetzung der Barabfindung im Einzelfall anhand eines Vorerwerbspreises insbesondere als sachgerecht erachtet, wenn ein Paketzuschlag ausgeschlossen werden kann und keine große Entfernung zum Bewertungsstichtag vorliegt.

Vor dem Hintergrund, dass der letzte Erwerb von Aktien an der BBI AG durch die VIB Vermögen AG im Jahr 2014 stattfand und die BBI AG damals über ein deutlich größeres Immobilienportfolio als zum jetzigen Bewertungsstichtag verfügte, haben etwaige Vorerwerbe von Aktien der BBI AG durch die VIB Vermögen AG unseres Erachtens für die Bestimmung der Barabfindung keine Relevanz.

⁵⁶ Vgl. BVerfG vom 27.04.1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566, 568.

⁵⁷ Vgl. für alle: Paulsen, in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., 2010, § 305, Tz. 82; BGH vom 19.07.2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632.

3. Angemessenheit der Barabfindung

3.1. Börsenkurse

Im Hinblick auf die Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999⁵⁸ zu Abfindung und Ausgleich im Zusammenhang mit Unternehmensverträgen und Eingliederungsmaßnahmen ist der Börsenkurs der Aktien der zu bewertenden Gesellschaft dem nach dem DCF-Verfahren ermittelten Wert je Aktie für Zwecke der Festlegung der Barabfindung gegenüberzustellen. Nach dem Beschluss des BVerfG darf ein existierender Börsenkurs bei der Bemessung der Barabfindung nicht unberücksichtigt bleiben. Dementsprechend bildet der Börsenkurs grundsätzlich die Untergrenze der angemessenen Abfindung.

Eine Unterschreitung kommt jedoch in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Die Rechtsprechung des BVerfG wurde durch die Beschlüsse des Bundesgerichtshofes (BGH) vom 12. März 2001⁵⁹ und vom 19. Juli 2010⁶⁰ bestätigt und konkretisiert. In dem Beschluss des BGH vom 12. März 2001 wird erneut deutlich gemacht, dass der Börsenwert dann nicht als Untergrenze der angemessenen Abfindung in Betracht kommt, wenn er den Verkehrswert nicht widerspiegelt. Dies kann nach dem Beschluss des BGH dann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum mit den Aktien der Gesellschaft kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer besonderen Marktlage der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern, oder der Börsenkurs manipuliert worden ist.

Nach der jüngsten Rechtsprechung des BGH zur Angemessenheit von Kompensationsleistungen bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen kann eine Bewertung unter Verwendung des Börsenkurses unter bestimmten Umständen eine Fundamentalbewertung nach dem Ertragswert- oder DCF-Verfahren ersetzen.⁶¹

Der Rückgriff auf Börsenkurse scheidet danach allerdings aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist. Es ist im Einzelfall zu prüfen, ob eine effektive Informationsverarbeitung durch den Markt vorliegt.

⁵⁸ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999, 1 BvR 1613/94.

⁵⁹ Vgl. BGH, Beschluss vom 12.03.2001, II ZB 15/00 im Zusammenhang mit einem Unternehmensvertrag.

⁶⁰ Vgl. BGH, Beschluss vom 19.07.2010, II ZB 18/09, NZG 2010, S. 939.

⁶¹ Vgl. BGH, Beschluss vom 21.02.2023, II ZB 12/21, BGH, Beschluss vom 31.01.2024, II ZB 5/22.

a) Analyse der Aussagekraft des Börsenkurses

Auf der Grundlage von Kriterien, die die bislang vorliegende Rechtsprechung zur Frage einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt entwickelt hat,⁶² und weiteren Vorschlägen, die sich aus der rechtlichen und betriebswirtschaftlichen Diskussion zu dieser Frage ergeben haben, lassen sich folgende Indikatoren bzw. Analysen für Zwecke einer Einschätzung der Aussagekraft des Börsenkurses ableiten:

- 1) Analyse der Liquidität anhand von Liquiditätsmaßen,
- 2) Analyse eines potenziellen Informationsgefälles zwischen Gesellschaft und Marktteilnehmern,
- 3) Analyse einer möglichen Kursverzerrung im Sinne einer Abkopplung der Kursentwicklung von der operativen Entwicklung der Gesellschaft,
- 4) Analysen zur Eignung des originären Beta Faktors.

Im Folgenden werden die vom BGH im Beschluss vom 21. Februar 2023 angesprochenen Indikatoren bzw. Analysen zur Einschätzung der Aussagekraft bzw. Relevanz des Börsenkurses im Hinblick auf die Aktie der BBI AG dargestellt.

Analyse der Liquidität bzw. Liquiditätsmaße

Grundsätzlich können aussagekräftige Börsenkurse nur vorliegen, wenn sie sich sachlich und zeitlich unverzerrt an Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen. Dies kann nur bei hochliquiden Aktien ohne weiteres unterstellt werden. Als Liquiditätsmaße werden in der Praxis und der Rechtsprechung bspw. die Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread) oder der Handelsumsatz genannt, wobei sich für die Messung der Liquidität bislang weder in der Theorie noch in der Praxis ein überlegenes Messkonzept herausgebildet hat. Insofern existieren für die einzelnen Messkonzepte (derzeit) keine allgemein anerkannten Schwellenwerte für „liquide Aktien“. ⁶³ In der Praxis kann eine relevante Einordnung durch Vergleiche mit durchschnittlichen Größen bspw. des DAX, CDAX oder den herangezogenen Peer Group Unternehmen vorgenommen werden. ⁶⁴

Allein aus dem Nichtvorliegen der Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung kann nicht auf den Grad der Informationseffizienz bzw. darauf geschlossen werden, dass der Bör-

⁶² Vgl. insbesondere BGH, Beschluss vom 21.02.2023, II ZB 12/21, OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26.04.2021, 21 W 139/19, openJur 2021, 18980, BGH, Beschluss vom 12.03.2001, II ZB 15/00, OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, 20 W 7/110, openJur 2012, 137702, OLG München, Beschluss vom 11.07.2006, 31, Wx 041/05, dejure, OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 02.11.2006, 20 W 233/93, openJur 2012, 28184.

⁶³ Vgl. Ruthardt, BewertungsPraktiker 2023, S. 50, 51.

⁶⁴ Vgl. Ruthardt, BewertungsPraktiker 2023, S. 50, 51.

senkurs eine sachgerechte Indikation für den Unternehmenswert oder (allein) eine angemessene Kompensation darstellt.⁶⁵ Auch die BaFin selbst verweist darauf, dass es sich bei den Kriterien nach § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung um „enge“ Kriterien handelt, wenn sie regelmäßig in ihren Schreiben zur Mitteilung des gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurses darauf hinweist, dass nur „unter engen gesetzlichen Voraussetzungen“ von der BaFin kein Mindestpreis berechnet werden kann.

Wir haben für die Aktie der BBI AG den durchschnittlichen Bid-Ask-Spread über verschiedene Zeiträume analysiert. Der durchschnittliche Bid-Ask-Spread für die Aktie der BBI AG über den Drei-Monats-Zeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe der Absicht, einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out durchzuführen, liegt bei 9,16%. Der durchschnittliche Bid-Ask-Spread für die Aktie der BBI AG liegt für den Zeitraum von zwei Jahren bis zum 31. Mai 2024 bei 9,38% und für den Zeitraum von fünf Jahren bis zum 31. Mai 2024 bei 8,52%.

Bei einer marktgewichteten Mittelwertbildung über alle CDAX-Unternehmen liegt der durchschnittliche Bid-Ask-Spread für den Zeitraum von zwei Jahren bis zum 31. Mai 2024 bei 0,31% und für den Zeitraum von fünf Jahren bis zum 31. Mai 2024 bei 0,25% und somit deutlich unter den für die BBI AG beobachtbaren Werten.

Der durchschnittliche Bid-Ask-Spread der von uns zugrunde gelegten Peer Group Unternehmen liegt für den Zeitraum von zwei Jahren bis zum 31. Mai 2024 bei 0,53% und für den Zeitraum von fünf Jahren bis zum 31. Mai 2024 bei 0,41% und somit ebenfalls deutlich unter den für die BBI AG beobachtbaren Werten.

Die Bid-Ask-Spreads der Aktie der BBI AG liegen darüber hinaus in einer Größenordnung, in der von der Rechtsprechung regelmäßig von einer mangelnden Liquidität bzw. Aussagekraft ausgegangen wird.

Nach Ansicht des OLG Frankfurt am Main liegt bei Bid-Ask-Spreads in Höhe von 1,56% bzw. 1,88%, die für unterschiedliche Perioden ermittelt wurden, kein hinreichend liquider Handel vor.⁶⁶ Bei einer deutlich über 2% liegenden Bid-Ask-Spread bestünden erhebliche Bedenken hinsichtlich der Liquidität der Aktie.⁶⁷ Das OLG Düsseldorf hat entschieden, dass eine Bid-Ask-Spread von 1,88% auf Illiquidität der Aktie hinweist.⁶⁸

In einer Entscheidung des OLG Düsseldorf wird auf einen Studie des gerichtlichen Sachverständigen verwiesen, nach der für den CDAX Bid-Ask-Spreads von rund 1,25% „regelmäßig nicht mehr“ von einer hinreichenden Liquidität zur Bestimmung unverzerrter Beta Faktoren ausgegangen werden könne.⁶⁹

⁶⁵ Vgl. Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 240 ff.; FAUB, AG 2021, S. 588 ff.

⁶⁶ Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26.01.2015, 21 W 26/13, Tz. 55 (BeckRS).

⁶⁷ Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26.01.2017, 21 W 75/15, Tz. 34 (BeckRS).

⁶⁸ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 22.03.2018, 26 W 20/14, Tz. 97 (BeckRS).

⁶⁹ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 05.09.2019, 26 W 8/17, S. 15.

Das LG München I sieht die Obergrenze für die Bid-Ask-Spread bei 1,0% bis maximal 1,25%.⁷⁰ Bei darüber liegenden Werten soll der Kurs zu träge auf Kapitalmarktinformationen reagieren, da die Transaktionskosten durch hohe Bid-Ask-Spreads zu hoch seien.⁷¹

Das LG Stuttgart sieht keine hinreichende Liquidität mehr bei einer Bid-Ask-Spread von mehr als 1,25% und einem täglichen Handelsumsatz von bis zu TEUR 115.⁷²

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass vor dem Hintergrund der hohen Bid-Ask-Spread von einer eingeschränkten Liquidität der Aktie der BBI AG und von einer mangelnden Aussagekraft des Börsenkurses auszugehen ist (siehe auch Abschnitt C.II.2.5b)).

Analyse eines potenziellen Informationsgefälles zwischen Gesellschaft und Marktteilnehmern

In diesem Zusammenhang kann analysiert werden, ob umfangreiche marktbezogene Informationspflichten vorliegen und diese erfüllt wurden (z.B. Prime Standard, Ad-hoc Pflichten, Quartalsberichtserstattung). Ferner kann grundsätzlich analysiert werden, ob die Gesellschaft regelmäßig von (externen) Analysten beobachtet und aktuell eingeschätzt wird. In diesem Zusammenhang ist zudem sinnvoll zu prüfen, ob bzw. inwieweit sich die Erwartungen des Managements, die sich in Unternehmensplanungen widerspiegeln, mit den Analystenprognosen decken.

Da vorliegend die Aktien der BBI AG im regulierten Markt an der Münchener Börse gehandelt werden und dieser Handel auf Veranlassung der Gesellschaft erfolgt, liegen Ad-hoc Publizitätspflichten vor. Allerdings sind die Publizitätspflichten der BBI AG nicht mit im Prime Standard notierten Aktien vergleichbar, in dem z.B. eine Zwischenberichterstattung und Analystenkonferenzen stattfinden. Aktuelle Einschätzungen von Analysten liegen für die Aktie der BBI AG nicht vor. Aus diesem Grund kann von einem generellen Informationsgefälle zwischen der BBI AG und den Marktteilnehmern ausgegangen werden.

Analyse einer möglichen Kursverzerrung im Sinne einer Abkopplung der Kursentwicklung von der operativen Entwicklung der Gesellschaft

Hierzu ist die Entwicklung der Aktienkurse über längere Zeiträume im Vorfeld der Ankündigung der Strukturmaßnahme zu analysieren. Um eine Indikation für eine mögliche Abkopplung von der Branchen-/Marktentwicklung zu analysieren, können relative Vergleiche mit den Indizes oder Peer Group Unternehmen vorgenommen werden. Ferner kann im Rahmen von Ereignisstudien analysiert werden, ob die Kurse auf neue unternehmensbezogene Informationen am Markt reagiert haben (z.B. bei der Veröffentlichung von Gewinnwarnungen oder Anpassungen von Prognosen durch das Unternehmen). Grundsätzlich kann festgehalten werden, dass u.a. bei vorangegangenen Übernahmeangeboten oder Strukturmaßnahmen bzw. der (faktischen) Beherrschung durch einen Mehrheitsaktionär regelmäßig Kursverzerrungen zu vermuten sind.

⁷⁰ Vgl. LG München I, Beschluss vom 09.06.2018, 5 HK O 4268/17, Beschlusstext, S. 65, LG München I, Beschluss vom 02.12.2016, 5 HK 4781/15, Tz. 147 (juris).

⁷¹ Vgl. LG München I, Beschluss vom 30.06.2017, 5 HK 13182/15, Beschlusstext, S. 120.

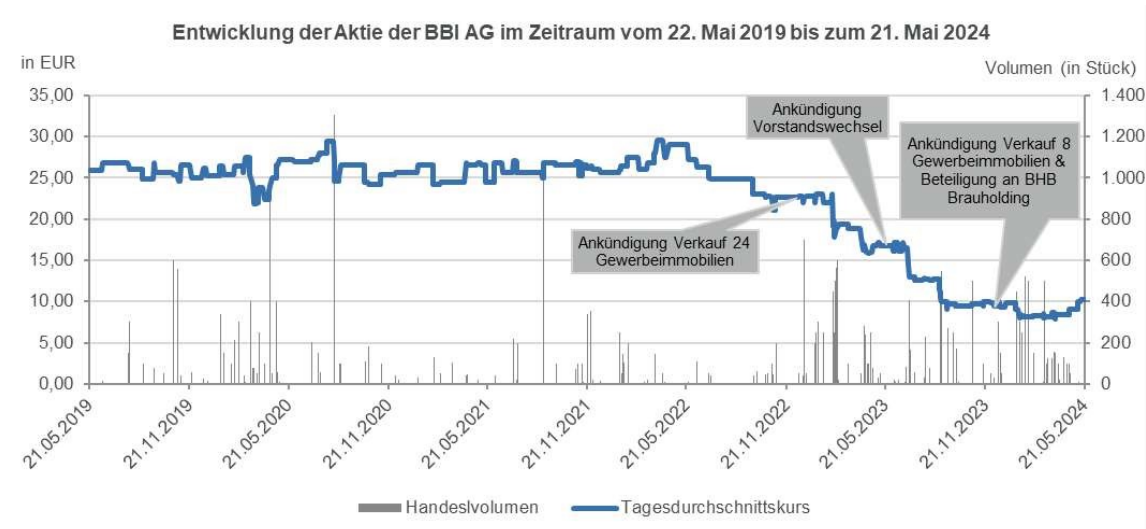
⁷² Vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 20.12.2018, 31 O 38/16, Beschlusstext, S. 103.

Entsprechend wird in der Rechtsprechung in einem anderen, aber inhaltlich vergleichbaren Zusammenhang angeführt, dass der (originäre) Beta Faktor bei (faktisch) beherrschten Unternehmen regelmäßig keine Prognoseeignung aufweist.⁷³

Vor diesem Hintergrund haben wir zum einen untersucht, ob sich größere Kursveränderungen durch interne oder externe Veränderungen der wirtschaftlichen Verhältnisse der BBI AG erklären lassen und ob sich zum anderen Kursveränderungen ergeben haben, wenn Veränderungen der wirtschaftlichen Verhältnisse von BBI AG eine Veränderung der Kurse erwarten ließen.

Die Aktien der BBI AG werden in den Handel im regulierten Markt der Wertpapierbörse in München sowie jeweils in den Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse (Open Market), der Börse Düsseldorf sowie der Börse Berlin einbezogen.

Die nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung der gewichteten Tageskurse sowie das Handelsvolumen der Aktien sowohl im regulierten Markt als auch im Freiverkehr vom 22. Mai 2019 bis zum 21. Mai 2024:



Quelle: Bloomberg LP; Unternehmenswebseite

Der Aktienkurs der BBI AG weist vom Mai 2019 bis Mai 2022 einen relativ flachen Verlauf auf. Ursächlich hierfür könnte der seit dem 13. August 2008 bestehende EAV mit der VIB Vermögen AG sein. Die BBI AG hat in einer Ad hoc-Mitteilung am 20. Dezember 2022 bekanntgegeben, dass sie den Verkauf eines Portfolios mit 24 Gewerbeimmobilien an Immobilienspezialfonds beabsichtigt. Eine unmittelbare Reaktion des Aktienkurses der BBI AG infolge dieser Ad hoc-Mitteilung ist nicht zu beobachten. Mit Ad hoc-Mitteilung vom 31. Mai 2023 hat die BBI AG daraufhin Veränderungen im Vorstand bekanntgegeben. Eine wesentliche

⁷³ Vgl. Ruthardt, Bewertungspraktiker 2023, S. 50 f.

Kursveränderungen im Nachgang zu dieser Ad hoc-Mitteilung kann nicht festgestellt werden. Mit Ad hoc-Mitteilung am 18. Dezember 2023 hat die BBI AG bekanntgegeben, dass sie den Verkauf von acht Gewerbeimmobilien sowie einer Beteiligung an der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG beabsichtigt. Wesentliche Kurssprünge waren in diesem Zusammenhang ebenfalls nicht zu beobachten.

Die Analyse des Aktienkurses lässt demnach die Schlussfolgerung zu, dass sich der Aktienkurs der BBI AG seit längerer Zeit von der operativen Entwicklung der Gesellschaft abgekoppelt hat.

Analysen zur Eignung des originären Beta Faktors

Voraussetzung für einen aussagekräftigen Beta Faktor ist, dass sich die Aktienrenditen und damit die zugrundeliegenden Aktienkurse sachlich und zeitlich unverzerrt an Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen. Wird im konkreten Fall davon ausgegangen, dass der auf Basis der historischen Aktienkurse des Unternehmens abgeleitete originäre Beta Faktor das operative Risiko der Gesellschaft nicht sachgerecht abbildet (vgl. dazu ausführlich Abschnitt C.II.2.5.b)), wird darin regelmäßig auch ein starker Indikator für die mangelnde Aussagekraft des Börsenkurses im Hinblick auf den „wirklichen“ oder „wahren Wert“ der Aktie gesehen.

Fazit

Aufgrund der dargestellten Analysen ist vorliegend nicht von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch den Markt auszugehen. Entsprechend kann nicht davon ausgegangen werden, dass die Marktteilnehmer aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft der BBI AG zutreffend bewerten.

b) Maßgeblicher Referenzzeitraum

Hinsichtlich der Frage nach dem relevanten Referenzzeitraum hat der BGH mit Beschluss vom 19. Juli 2010⁷⁴ – in Abweichung zu seinem Beschluss vom 12. März 2001⁷⁵ (maßgeblich war danach der Drei-Monats-Durchschnittskurs abgeleitet über einen Zeitraum von drei Monaten unmittelbar vor der Hauptversammlung) – entschieden, dass der der Abfindung als Untergrenze zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich auf Basis eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln ist.

Sollte jedoch zwischen der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum liegen, besteht die Gefahr, dass die Minderheitsaktionäre von einer positiven Börsenentwicklung ausgeschlossen werden und der mit dem Zeitpunkt der Bekanntgabe ermittelte Börsenwert zugunsten des Hauptaktionärs fixiert wird, ohne dass die angekündigte Maßnahme umgesetzt wird. Dies kann dadurch verhindert werden, dass der

⁷⁴ Vgl. BGH, Beschluss vom 19.07.2010, II ZB 18/09, NZG 2010, S. 939.

⁷⁵ Vgl. BGH, Beschluss vom 12.03.2001, II ZB 15/00.

Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung auf den Beschlusszeitpunkt hochgerechnet wird.

Mit Ad hoc-Mitteilung vom 22. Mai 2024 hat die BBI AG bekanntgegeben, dass die VIB Vermögen AG eine Verschmelzung der BBI AG auf die VIB Vermögen AG anstrebe und vorschlage, in Verhandlungen über den Abschluss eines Verschmelzungsvertrags einzutreten. Die VIB Vermögen AG hat darüber hinaus verlangt, dass die Hauptversammlung der BBI AG innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags zwischen der VIB Vermögen AG und der BBI AG über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der BBI AG auf die VIB Vermögen AG beschließen möge.

Aus diesem Grund hat die Bewertungsgutachterin zutreffend den durchschnittlichen Börsenkurs der BBI AG für einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme am 22. Mai 2024, das heißt vom 22. Februar 2024 bis zum 21. Mai 2024 (einschließlich), zugrunde gelegt.

Eine Hochrechnung ist aufgrund des relativ kurzen Zeitraums zwischen dem Tag der Bekanntmachung und dem Tag der Hauptversammlung nicht erforderlich.

c) Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung

Die in Abschnitt C.II.3.1.a) diskutierte Frage der Aussagekraft bzw. Relevanz des Börsenkurses im Hinblick auf die Ermittlung des „wirklichen“, „wahren“ Wertes oder in den Worten des BGH „Schätzwertes“ für den Unternehmenswert ist von der verfassungs- und auch betriebswirtschaftlich begründeten Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze zur Kompensation zu trennen.

Für die „Untergrenzenbestimmung“ ist der mögliche Desinvestitionswert bzw. genauer der Desinvestitionspreis maßgeblich. Der Desinvestitionspreis ist der Preis, zu dem eine einzelne Aktie (nicht ein Aktienpaket oder gar das Unternehmen als Ganzes) unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme – tatsächlich und freiwillig – am Markt hätte veräußert werden können. Entsprechend ist allein relevant, ob der Aktionär zum Börsenkurs tatsächlich hätte desinvestieren können, d.h. keine Marktenge besteht und eine ausreichende Markttiefe vorliegt. Für die Bedeutung des Börsenkurses als Untergrenze kommt es dagegen nicht auf die Informations-effizienz des Kapitalmarktes und eine damit verbundene angemessene Bepreisung bzw. „richtige“ Bewertung durch den Markt an.⁷⁶ Diese notwendige Differenzierung zwischen der Rolle des Börsenkurses für den „wirklichen“, „wahren“ Wert und der Rolle des Börsenkurses als Desinvestitionspreis wurde auch in dem Vorlagebeschluss des OLG Frankfurt, der dem Beschluss des BGH vom 21. Februar 2023 zugrunde liegt, nicht aufgehoben.⁷⁷

⁷⁶ Vgl. Ruthardt/Popp, AG 2022, S. 347, 349; FAUB, AG 2021, S. 588, Tz. 4.

⁷⁷ Vgl. Ruthardt/Popp, AG 2022, S. 347, 349 f.

Nach dem Beschluss des BGH vom 12. März 2001⁷⁸ spiegelt der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie dann nicht wider, wenn über einen längeren Zeitraum mit den Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktenge der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage gewesen wäre, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder der Börsenkurs manipuliert worden ist. Es ist daher zu untersuchen, ob im vorliegenden Fall eine besondere Marktenge im Sinne der Entscheidung des BGH vorliegt.

Für die Feststellung einer Marktenge werden in der Literatur die Kriterien des § 5 Abs. 4 der WpÜG-Angebotsverordnung sinngemäß auf den Minderheitsausschluss im Rahmen des Squeeze-Out-Verfahrens übertragen.⁷⁹ Das OLG Stuttgart hat im Beschluss vom 14. Februar 2008 festgestellt, dass eine Gesamtbetrachtung der Marktumstände im Einzelfall entscheidend sei.⁸⁰ Auch bei wenigen Handelstagen könne ein relativ stabiles Kursgeschehen als Anhalt genügen. Wesentlich sei regelmäßig die in § 5 Abs. 4 der WpÜG-Angebotsverordnung enthaltene Wertung.⁸¹ Nach § 5 Abs. 4 der WpÜG-Angebotsverordnung findet ein Börsenkurs bei der Ermittlung eines Mindestpreises im Rahmen eines Übernahmeangebotes keine Berücksichtigung, wenn

- an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt werden und
- mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5,0% voneinander abweichen.

Der BGH hat klarstellend festgestellt, dass zwei Kurssprünge von jeweils über 5% an zwei unmittelbar hintereinander folgenden Tagen (mit Handel) vorliegen müssen.⁸²

Während des Drei-Monats-Zeitraums vom 22. Februar 2024 bis zum 21. Mai 2024 vor Bekanntgabe des geplanten Squeeze-Out am 22. Mai 2024 wurden die Aktien der BBI AG im regulierten Markt und im Freiverkehr insgesamt an 17 Handelstagen von insgesamt 61 Handelstagen gehandelt und der gewichtete Börsenkurs schwankte dabei zwischen 7,75 EUR und 10,20 EUR je Aktie. In diesem Zeitraum wurden insgesamt 2.072 Aktien der BBI AG gehandelt. Dies entspricht einem gehandelten Anteil von rd. 0,04% bezogen auf die Gesamtzahl der Aktien und einem Anteil von rd. 0,78% bezogen auf die Aktien der Minderheitsaktionäre. Die Handelstage, Volumen und Preise in dem Drei-Monats-Zeitraum vom 22. Februar 2024 bis zum 21. Mai 2024 sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

⁷⁸ Vgl. BGH, Beschluss vom 12.03.2001, II ZB 15/00 im Zusammenhang mit einem Unternehmensvertrag.

⁷⁹ Vgl. z.B. Grunewald, in Goette/Habersack: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl., 2023, § 327b, Rn. 10.

⁸⁰ Vgl. OLG Stuttgart vom 14.02.2008, 20 W 9/06, AG 2008, S. 783, 785.

⁸¹ Vgl. auch Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2016, Rn. 1263.

⁸² Vgl. BGH, Beschluss vom 22.10.2019, XI ZR 682/18, Tz. 12 (BeckRS).

BBI AG | Handel der Aktie vom 22. Februar 2024 bis zum 21. Mai 2024

Datum & Uhrzeit	Aktienkurs in EUR	Aktienkursveränderung*	Handelsvolumen in Stück
06.03.2024 08:00	7,95	(3,8)%	10
07.03.2024 07:30	8,50	6,9%	500
08.03.2024 11:30	7,75	(8,8)%	100
08.03.2024 14:00	8,10	4,5%	150
11.03.2024 20:30	8,15	0,6%	100
13.03.2024 09:30	8,15	-	123
22.03.2024 10:00	8,65	6,1%	122
26.03.2024 09:00	8,00	(7,5)%	156
27.03.2024 10:00	7,90	(1,3)%	149
28.03.2024 18:00	8,40	6,3%	150
02.04.2024 07:00	8,40	-	100
04.04.2024 14:00	8,40	-	20
12.04.2024 17:00	8,40	-	131
17.04.2024 11:30	8,40	-	100
22.04.2024 18:30	8,40	-	100
23.04.2024 09:30	9,00	7,1%	50
09.05.2024 09:30	10,00	11,1%	10
14.05.2024 08:30	10,20	2,0%	1
Kumuliertes Handelsvolumen			2.072
<i>Volumengewichteter Drei-Monats Durchschnittskurs</i>			<i>8,31</i>

*gegenüber dem letzten Handel

Quelle: Bloomberg LP

In Bezug auf die Negativkriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung haben wir demnach festgestellt, dass die Aktien der BBI AG während des Drei-Monats-Zeitraums vom 22. Februar 2024 bis zum 21. Mai 2024 mit 17 Handelstagen weniger als einem Drittel der Börsentage gehandelt wurden. Darüber hinaus liegen die Abweichungen von an den Handelstagen festgestellten Börsenkursen an mehreren Tagen über 5,0%. Dementsprechend ist der Börsenkurs nach § 5 Abs. 4 der WpÜG-Angebotsverordnung und bei analoger Anwendung dieser Kriterien auf das Squeeze-Out-Verfahren nicht zu berücksichtigen.

Neben dem Handelsvolumen vor Bekanntgabe ist als weiteres Indiz für die Relevanz des Börsenkurses das Handelsvolumen nach Bekanntgabe der Maßnahme zu sehen. Dies spricht dafür, dass ein Aktionär in der Lage gewesen wäre, seine Aktien am Markt zu veräußern.

Nach Veröffentlichung der geplanten Maßnahme wurden zwischen dem 21. Mai 2024 und dem 17. Juni 2024 insgesamt 126 Aktien gehandelt. Der Börsenkurs bewegte sich zwischen 10,20 EUR und 15,00 EUR je Aktie.

Der nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung ermittelte Wert der BaFin beträgt 8,29 EUR je Aktie. Wir haben diesen basierend auf den Handelsvolumen und Börsenkursen gemäß Bloomberg für den Drei-Monats-Zeitraum geprüft und für die Aktie der BBI AG ermittelt. Der von uns auf dieser Basis ermittelte gewichtete Durchschnittskurs betrug in diesem Drei-Monats-Zeitraum 8,31 EUR je Aktie und ist damit höher als der von der BaFin mitgeteilte Durchschnittskurs in Höhe von 8,29 EUR je Aktie.

In Übereinstimmung mit der gesetzgeberischen Wertung in § 5 Abs. 1 und 3 WpÜG-Angebotsverordnung, die auf die Ermittlung einer Barabfindung im Rahmen des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Out gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG übertragen werden kann, halten wir den nach Umsätzen gewichteten Durchschnittskurs der Aktie der BBI AG nicht für maßgeblich. Inwiefern der nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung ermittelte Wert der BaFin von 8,29 EUR je Aktie als Untergrenze der Barabfindung relevant ist, kann unseres Erachtens dahingestellt bleiben, da sowohl der DCF-Wert (vgl. Abschnitt C.II.2.8.) als auch die kapitalisierte Ausgleichszahlung (vgl. Abschnitt C.II.3.2.) oberhalb des Börsenkurses liegen.

3.2. Kapitalisierte Ausgleichszahlung

Zwischen der VIB Vermögen AG und der BBI AG wurde am 6. Mai 2008 ein EAV abgeschlossen. Die Eintragung im Handelsregister erfolgte zum 13. August 2008. Die BBI AG hat sich durch diesen EAV verpflichtet, ihren gesamten Gewinn an die VIB Vermögen AG abzuführen. In § 3.1 hat sich die VIB Vermögen AG verpflichtet, den außenstehenden Aktionären während der Dauer des Vertrags eine Ausgleichszahlung (Bardividende) gemäß § 304 AktG in Höhe von 0,64 EUR je Aktie der BBI AG (Brutto-Ausgleichsbetrag) abzüglich deutscher Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag auf den körperschaftsteuerpflichtigen Teil nach dem jeweils für diese Steuern geltenden Steuersatz (Netto-Ausgleichsbetrag) zu zahlen.

Im Rahmen des Spruchverfahrens hat das Landgericht München I mit Beschluss vom 14. Februar 2014 die Ausgleichszahlung (Bardividende) auf 0,74 EUR je Aktie (Brutto-Ausgleichsbetrag) erhöht.

Der BGH hat klargestellt, dass die kapitalisierte Ausgleichszahlung keine Wertobergrenze darstellt.⁸³ Der BGH hat allerdings die Frage, ob der Barwert der festen Ausgleichszahlung als (weitere) Untergrenze für die Barabfindung beim Squeeze-Out bei Vorliegen eines BGAV zu berücksichtigen ist, zunächst explizit offengelassen. Mit Beschluss vom 15. September 2020 hat der BGH entschieden, dass die angemessene Barabfindung im Falle des Ausschlusses von Minderheitsaktionären nach §§ 327a, 327b AktG grundsätzlich nach dem Barwert der aufgrund eines BGAV dem Minderheitsaktionär zustehenden Ausgleichszahlungen bestimmt werden kann, wenn dieser höher ist als der auf den Anteil des Minderheitsaktionärs entfallende Anteil des Unternehmenswerts, der Unternehmensvertrag zum nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG maßgeblichen Zeitpunkt bestand und von seinem Fortbestand auszugehen war.⁸⁴

Vor diesem Hintergrund hat die Bewertungsgutachterin den Barwert der Ausgleichszahlung ermittelt und dem ermittelten Unternehmenswert je Aktie gegenübergestellt.

Für die Ableitung des Barwerts der Ausgleichszahlung sind die zukünftig zu erwartenden Zahlungen mit einem geeigneten Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren.

⁸³ Vgl. BGH, Beschluss vom 12.01.2016, II ZB 25/4, ZIP 2016, S. 666.

⁸⁴ Vgl. BGH, Beschluss vom 15.09.2020, II ZB 6/20.

Der Kapitalisierungszinssatz teilt sich in einen Basiszinssatz und einen Risikozuschlag auf.

Bei einem EAV besteht regelmäßig das Risiko der Beendigung des Vertrages durch das herrschende Unternehmen und einer Illiquidität des herrschenden Unternehmens; insofern ist der zukünftige Ausgleich nicht vollständig frei von Risiken. Weiter besteht das Risiko, dass das Unternehmen während der Laufzeit des Vertrages in der Ertragskraft gemindert wird und der Aktionär nach Beendigung des Vertrages an einem im Wert verminderten Unternehmen beteiligt ist.

Die mit dem Ausgleich verbundene Vermögensposition der außenstehenden Aktionäre ist somit weder risikolos noch mit dem Risiko der direkten Beteiligung am Unternehmen (mit unsicheren Dividendenzahlungen und Wertsteigerungen) zu vergleichen. Daher ist eine Kapitalisierung weder mit dem risikolosen Basiszinssatz noch mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz sachgerecht.

Für die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes finden sich in der Praxis zwei unterschiedliche Vorgehensweisen: zum einen der Mittelwertansatz und zum anderen der Ansatz eines Bonitätszuschlags. Wenn der Unternehmensvertrag eine Klausel zum Wiederaufleben des Abfindungsangebots vorsieht, kommt primär der Bonitätszuschlag zum Ansatz. In diesem Fall wird der Kapitalisierungszinssatz aus dem Basiszinssatz zuzüglich eines aus einem Bonitätsaufschlag abgeleiteten Risikozuschlag ermittelt. Im Gegensatz hierzu ist der Mittelwertansatz für den Fall eines Unternehmensvertrags ohne eine Klausel zum Wiederaufleben des Abfindungsangebots die übliche Vorgehensweise.⁸⁵ Beim Mittelwertansatz wird der Kapitalisierungszinssatz als Mittelwert aus dem Basiszinssatz nach persönlicher Ertragsteuer sowie dem bei der Ermittlung des DCF-Wertes zugrunde gelegten risikobehafteten Kapitalisierungszinssatz bestimmt. Der Kapitalisierungszinssatz entspricht beim Mittelwertansatz daher im Ergebnis dem Basiszinssatz zzgl. des hälftigen Risikozuschlags.

Der EAV zwischen der VIB Vermögen AG und der BBI AG sieht vor, dass der Ausgleichsempfänger eine durch die VIB Vermögen AG garantierte feste Ausgleichszahlung erhält, die einerseits verglichen mit einer sicheren Staatsanleihe als unsicherer, andererseits verglichen mit einem Unternehmensanteil an der BBI AG als sicherer einzuschätzen ist. Unsicherheit besteht für einen Ausgleichsempfänger grundsätzlich hinsichtlich der Laufzeit des EAV und seiner Vermögensposition nach Beendigung des EAV.

Der EAV sieht nicht vor, dass die im Rahmen des EAV festgelegte Barabfindung im Fall einer Kündigung des EAV wieder auflebt. Insofern besteht für den Ausgleichsempfänger das Risiko, dass das Unternehmen während der Laufzeit des Vertrages in der Ertragskraft gemindert wird und der Aktionär nach Beendigung des Vertrages an einem im Wert verminderten Unternehmen beteiligt ist.

⁸⁵ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel C, Tz. 88.

Da im vorliegenden Fall der EAV kein Wiederaufleben der Barabfindung vorsieht, hat die Bewertungsgutachterin den Kapitalisierungszinssatz auf Basis des hälftigen Risikozuschlags ermittelt. Der der Ableitung des Barwertes der diskontierten Ausgleichszahlung zugrunde gelegte Kapitalisierungszinssatz liegt bei 3,07% und setzt sich aus einem Basiszinssatz nach persönlicher Steuer in Höhe von 1,84% und einem hälftigen Anteil der Eigenkapitalrisikoprämie von 1,23% zusammen.

Auf dieser Basis ergibt sich folgender Barwert der Ausgleichszahlung zum 13. August 2024:

BBI AG Barwert der Ausgleichszahlung	
in EUR	
Ausgleichszahlung	0,74
Unternehmensteuer	(0,12)
Ausgleichszahlung	0,62
Persönliche Steuer	(0,16)
Ausgleichszahlung nach persönlicher Steuer	0,46
Basiszinssatz nach persönlicher Steuer	1,84%
50% Eigenkapitalrisikoprämie (ERP)	1,23%
Kapitalisierungszins nach persönlicher Steuer	3,07%
Barwertfaktor	32,6
Barwert der Ausgleichszahlung zur ordentlichen Gesellschafterversammlung am 13. August 2024	14,96

Der Barwert der Ausgleichszahlung beträgt zum 13. August 2024 14,96 EUR je Aktie. Der auf Basis des DCF-Verfahrens ermittelte Wert je Aktie der BBI AG zum 13. August 2024 in Höhe von 14,67 EUR liegt unterhalb des Barwerts der Ausgleichszahlung.

Vor dem Hintergrund einer möglichen Änderung des Basiszinssatzes haben wir eine Sensitivitätsanalyse für den Barwert der Ausgleichszahlung vorgenommen, bei dem der Basiszinssatz in einer Bandbreite von 2,00% bis 3,00% c.p. variiert wurde.

Die Ergebnisse dieser Sensitivitätsberechnung sind im Folgenden dargestellt:

BBI AG Sensitivitätsanalyse des Barwertes der Ausgleichszahlung		Basiszinssatz				
		2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%
Wert je Aktie in EUR						
Beta Faktor	0,60	16,53	15,70	14,96	14,28	13,66

3.3. Festgesetzte Barabfindung

Entsprechend Abschnitt 4.6 „Ermittlung, Erläuterung und Begründung der angemessenen Barabfindung und Mitteilung über Höhe der festgelegten Barabfindung“ des Übertragungsberichts der VIB Vermögen AG hat die VIB Vermögen AG die Barabfindung auf 14,96 EUR je Aktie der BBI AG festgesetzt.

Die Barabfindung der BBI AG basiert auf dem von der Bewertungsgutachterin ermittelten Barwert der Ausgleichszahlung der BBI AG zum Bewertungsstichtag 13. August 2024.

Da der von der Bewertungsgutachterin nach dem DCF-Verfahren abgeleitete Unternehmenswert in Höhe von 14,67 EUR je Aktie unterhalb des oben genannten Barwerts der Ausgleichszahlung liegt und die von uns im Rahmen unserer Prüfungsarbeiten gewonnenen eigenen Erkenntnisse ebenfalls zu keiner höheren Barabfindung führen, erfüllt die Vorgehensweise zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung die Vorgaben des BGH, wonach der Barwert der Ausgleichszahlung die angemessene Barabfindung darstellt, wenn dieser höher ist als der auf den Anteil des Minderheitsaktionärs entfallende Anteil des Unternehmenswerts.

Im Rahmen unserer eigenen Bewertung auf Basis der als sachgerecht beurteilten Prämissen der Bewertung haben wir ebenfalls eine Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 auf Basis des DCF-Verfahrens und des Barwerts der Ausgleichszahlung vorgenommen, die den auf Basis des DCF-Verfahrens ermittelten Wert je Aktie und den Barwert der Ausgleichszahlung bestätigt (vgl. Abschnitte C.II.2.8. und C.II.3.2.).

Der durchschnittliche volumengewichtete Durchschnittskurs für den Drei-Monats-Zeitraum bis einschließlich 21. Mai 2024 beträgt gemäß BaFin 8,29 EUR je Aktie der BBI AG. Der von uns auf dieser Basis ermittelte gewichtete Durchschnittskurs betrug in diesem Drei-Monats-Zeitraum 8,31 EUR je Aktie und ist damit höher als der von der BaFin mitgeteilte Durchschnittskurs in Höhe von 8,29 EUR je Aktie.

In Übereinstimmung mit der gesetzgeberischen Wertung in § 5 Abs. 1 und 3 WpÜG-Angebotsverordnung, die auf die Ermittlung einer Barabfindung im Rahmen des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Out gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG übertragen werden kann, halten wir den nach Umsätzen gewichteten Durchschnittskurs der Aktie der BBI AG nicht für maßgeblich. Inwiefern der nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung ermittelte Wert der BaFin von 8,29 EUR je Aktie als Untergrenze der Barabfindung relevant ist, kann unseres Erachtens dahingestellt bleiben, da sowohl der DCF-Wert (vgl. Abschnitt C.II.2.8.) als auch die kapitalisierte Ausgleichszahlung (vgl. Abschnitt C.II.3.2.) oberhalb des Börsenkurses liegen.

Daher kommen wir ebenfalls zu dem Schluss, dass die angemessene Barabfindung auf Basis des Barwerts der Ausgleichszahlung festzulegen ist. 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.

Daher halten wir die festgelegte Barabfindung in Höhe von 14,96 EUR je Aktie für angemessen. Im Ergebnis besteht im Verhältnis zur Bewertungsgutachterin keine divergierende Auffassung zur Höhe der angemessenen Barabfindung.

D. ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

Als gerichtlich bestellte Prüferin haben wir die Angemessenheit der von der VIB Vermögen AG, Neuburg a.d. Donau, als Hauptaktionärin festgesetzten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien Aktiengesellschaft, Ingolstadt, 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 BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien Aktiengesellschaft, Ingolstadt, von 14,96 EUR je Aktie angemessen.“

Düsseldorf, den 26. Juni 2024

Forvis Mazars GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft

Susann Ihlau
Wirtschaftsprüferin

ppa. Hendrik Duscha
Wirtschaftsprüfer



ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abs.	Absatz
a.d.	an der
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Aldi	Aldi SE & Co. KG
Aufl.	Auflage
AWG	Allgemeine Warenvertriebsgesellschaft mbH, Köngen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BBi AG	BBi Bürgerliches Brauhaus Immobilien Aktiengesellschaft, Ingolstadt
BGAV	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BNPPRE	BNP Paribas Real Estate
Bloomberg LP	Bloomberg LP, New York City / Vereinigte Staaten von Amerika
bspw.	beispielsweise
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvR	Registerzeichen für Verfassungsbeschwerden
bzw.	beziehungsweise
C&A	C&A Mode GmbH & Co. KG, Düsseldorf
ca.	circa
CAGR	durchschnittliche jährliche Wachstumsrate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CBRE	Coldwell Banker Richard Ellis; CBRE Group, Inc., Dallas / Vereinigte Staaten von Amerika
CDAX	Composite DAX
COVID-19	Coronavirus Disease 2019
c.p.	ceteris paribus
DAX	Deutscher Aktien Index

DB	Der Betrieb, Zeitschrift
DCF	Discounted Cash-Flow
Deichmann	Deichmann SE, Essen
dm	dm-drogerie markt GmbH + Co. KG, Karlsruhe
EAV	Ergebnisabführungsvertrag
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
EDEKA	EDEKA Südbayern Handels Stiftung & Co. KG, Gaimersheim
EPRA	European Public Real Estate Association
ERP	Eigenkapitalrisikoprämie
etc.	et cetera
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
e.V.	eingetragener Verein
exkl.	exklusive
EZB	Europäische Zentralbank
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FORVIS MAZARS	Forvis Mazars GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Düsseldorf
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KGaA	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft auf Aktien
GewStG	Gewerbsteuergesetz
HRB	Handelsregister Abteilung B
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
i.d.F.	in der Fassung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.

IDW S 1	Standard IDW S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ Stand 2. April 2008
IMF	International Monetary Fund
inkl.	inklusive
i.S.d.	im Sinne des
ISIN	International Securities Identification Number
i.V.m.	in Verbindung mit
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LP	Limited Partnership
KiK	KiK Textilien und Non-Food GmbH, Bönen
KStG	Körperschaftsteuergesetz
mbH	mit beschränkter Haftung
Mio.	Million
Mrd.	Milliarde
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NDV	Net Disposal Value
NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes
Nr.	Nummer
NRV	Net Reinstatement Value
NTA	Net Tangible Assets
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum
PwC	PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
rd.	rund
REIT	Real Estate Investment Trust
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
S&P	Standard and Poors Global Market Intelligence LLC, New York City / Vereinigte Staaten von Amerika
S.	Seite

SB	Selbstbedienung
sbA	sonstige betriebliche Aufwendungen
SE	Societas Europaea
SE & Co. KG	Societas Europaea & Compagnie Kommanditgesellschaft
sog.	sogenannte(r)
Stiftung & Co. KG	Stiftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
Tax-CAPM	Tax-Capital Asset Pricing Model
Tedi	TEDi GmbH & Co. KG, Dortmund
TEUR	tausend Euro
Tsd.	Tausend
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
u.E.	unseres Erachtens
UmwG	Umwandlungsgesetz
vgl.	vergleiche
VIB Vermögen AG	VIB Vermögen AG, Neuburg a.d. Donau
VPI	Verbraucherpreisindex
WACC	Weighted Average Cost of Capital, dt. gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten
WKN	Wertpapierkennnummer
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z.B.	zum Beispiel
Ø	Durchschnittszeichen

Landgericht München I

Az.: 5 HK O 5875/24



In dem Verfahren

VIB Vermögen AG, vertreten durch den Vorstand, Tilly-Park 1, 86633 Neuburg an der Donau
- Antragstellerin -

Verfahrensbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **DLA Piper UK LLP**, Augustinerstraße 10, 50667 Köln
Gz.: MES/JUH/449519/7

wegen Prüferbestellung

erlässt das Landgericht München I - 5. Kammer für Handelssachen - durch Vorsitzenden Richter
am Landgericht Dr. Krenek am 23.05.2024 folgenden

Beschluss:

1. Auf Antrag der

VIB Vermögen AG,
vertreten durch den Vorstand,
Tilly-Park 1
86633 Neuburg an der Donau

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

Mazars GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft
Bennigsen-Platz 1
40474 Düsseldorf

zum Prüfer für die Überprüfung der Angemessenheit einer zu gewährenden Barabfindung
an die Aktionäre der BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien Aktiengesellschaft, eingetragen

im Handelsregister des Amtsgerichts – Registergericht – Ingolstadt, HRB 44 mit Sitz in Ingolstadt.

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

Gründe:

Die von der Hauptaktionärin benannte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist für die Prüfung geeignet. Hinderungsgründe bestehen nicht. Es konnte daher der Anregung gefolgt werden, diese Wirtschaftsprüfungsgesellschaft aus den von der Antragstellerin benannten drei Wirtschaftsprüfungsgesellschaften durch das Gericht auszuwählen.

gez.

Dr. Krenek
Vorsitzender Richter am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
München, 24.05.2024

Spensberger, JAng
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2024

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

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

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

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

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

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

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

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

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

- die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer und Grunderwerbsteuer,
- die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- 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 Verbraucherstreitbeilegungsgesetzes teilzunehmen.

15. Anzuwendendes Recht

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