



Bericht über die Prüfung gemäß § 208 UmwG i.V.m.  
§ 30 Abs. 2 UmwG der Angemessenheit der nach  
§ 207 Abs. 1 Satz 1 UmwG anzubietenden Barabfin-  
dung im Rahmen der formwechselnden Umwandlung  
der

**German Values Property Group AG,  
Leipzig**

## Inhaltsverzeichnis

<b>1.</b>	<b>Auftrag und Auftragsdurchführung</b>	<b>1</b>
<b>2.</b>	<b>Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung</b>	<b>5</b>
<b>3.</b>	<b>Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode</b>	<b>7</b>
3.1.	Bewertungsgrundsätze	7
3.1.1.	Zukunftserfolgswert	7
3.1.2.	Ertragswertverfahren	8
3.1.3.	Liquidationswert	9
3.1.4.	Substanzwert	10
3.1.5.	Vergleichsorientierte Bewertung	10
3.2.	Berücksichtigung des Börsenkurses	11
3.3.	Angemessenheit der Bewertungsmethode	11
<b>4.</b>	<b>Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung im Einzelnen</b>	<b>13</b>
4.1.	Bewertungsobjekt	13
4.1.1.	Rechtliche Grundlagen	13
4.1.2.	Abgrenzung des Bewertungsobjektes	14
4.1.3.	Wirtschaftliche Grundlagen	15
4.1.4.	Aktuelle wirtschaftliche Entwicklung	19
4.1.5.	Steuerliche Grundlagen	20
4.2.	Bewertungsstichtag	21
4.3.	Markt- und Wettbewerbsumfeld	21
4.3.1.	Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen	21
4.3.2.	Branchenspezifisches Umfeld	23

4.4.	Ermittlung des Ertragswertes	24
4.4.1.	Analyse der Unternehmensplanung	24
4.4.2.	Analyse des Kapitalisierungszinssatzes	30
4.4.3.	Ableitung des Ertragswerts	38
4.5.	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen	38
4.6.	Unternehmenswert	39
4.7.	Börsenkurs	39
<b>5.</b>	<b>Besondere Schwierigkeiten der Bewertung</b>	<b>43</b>
<b>6.</b>	<b>Festgelegte Barabfindung</b>	<b>44</b>
<b>7.</b>	<b>Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung</b>	<b>45</b>

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

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

## Anlagenverzeichnis

- Anlage 1**      Beschluss des Landgerichts Leipzig vom 23. Oktober 2023 zur Bestellung der Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zum Prüfer
- Anlage 2**      Abkürzungsverzeichnis
- Anlage 3**      Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

## 1. Auftrag und Auftragsdurchführung

Im Zusammenhang mit dem beabsichtigten Formwechsel der

**German Values Property Group AG,  
Leipzig**

(im Folgenden auch „German Values“ oder „Gesellschaft“ genannt;  
gemeinsam mit ihren direkten und indirekten Tochterunternehmen und Beteiligungen  
auch „German Values-Gruppe“ genannt),

in eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) soll die ordentliche Hauptversammlung der German Values am 13. Dezember 2023 die formwechselnde Umwandlung gemäß §§ 190 ff., 226, 238 ff. UmwG beschließen. Der Rechtsträger neuer Rechtsform soll die Firma „German Values Property Group GmbH“ führen. Sitz und Gegenstand der Gesellschaft bleiben unverändert.

Der nach § 193 Absatz 1 UmwG der Hauptversammlung vorbehaltene Umwandlungsbeschluss bedarf zu seiner Wirksamkeit der notariellen Beurkundung (§ 193 Abs. 3 Satz 1 UmwG) sowie neben der einfachen Stimmenmehrheit einer Mehrheit von mindestens drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals der Gesellschaft (§ 240 Abs. 1 Satz 1 UmwG). Die Gesellschaft besteht nach der Eintragung in der in dem Umwandlungsbeschluss bestimmten Rechtsform der Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) weiter.

Bei einem Formwechsel von einer AG in die Rechtsform der GmbH ist ein Abfindungsangebot nach § 207 UmwG abzugeben. Die Gesellschaft ist daher verpflichtet, den ausscheidewilligen Aktionären die Möglichkeit zu geben, im Zuge des Formwechsels gegen eine angemessene Abfindung aus der Gesellschaft auszuscheiden.

Laut Formwechselbericht des Vorstands der German Values (nachfolgend auch „Umwandlungsbericht“) wird die Gesellschaft ausscheidewilligen Aktionären eine Barabfindung in Höhe von € 0,10 je Aktie anbieten.

Der Unternehmenswert der German Values wurde aufgrund eines am 31. August 2023 in Auftrag gegebenen Gutachtens des Wirtschaftsprüfers, Prof. Dr. Heinz-Christian Knoll, München (im Folgenden auch „Bewertungsgutachter“), vom 26. September 2023 ermittelt. Bewertungsstichtag in diesem Gutachten war der 30. August 2023. Mit Datum vom 04. Dezember 2023 wurde ein aktualisiertes Bewertungsgutachten auf den Bewertungsstichtag 13. Dezember 2023 erstellt.

Laut Umwandlungsbericht wurde die von der Gesellschaft angebotene Barabfindung ausgehend von der im Bewertungsgutachten vom 26. September 2023 niedergelegten Bewertung abgeleitet.

Nach § 208 UmwG i.V.m. § 30 Abs. 2 UmwG ist die Angemessenheit der Barabfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.

Die German Values beantragte am 29. September 2023 die Bestellung eines Prüfers für die Angemessenheit der Barabfindung. Das Landgericht Leipzig hat mit Beschluss vom 23. Oktober 2023 die Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf (im Folgenden auch „Baker Tilly“ genannt) zum sachverständigen Prüfer ausgewählt und bestellt (vgl. Anlage 1). Die German Values hat uns daraufhin mit der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung beauftragt.

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

- Formwechselbericht des Vorstands der German Values vom 8. November 2023;
- Gutachtliche Stellungnahme über den Unternehmenswert zum 30. August 2023 vom 26. September 2023 des Wirtschaftsprüfers, Prof. Dr. Heinz-Christian Knoll, München (nachfolgend auch „Bewertungsgutachten“ oder „Gutachtliche Stellungnahme“ genannt);
- Gutachtliche Stellungnahme über den Unternehmenswert zum 13. Dezember 2023 vom 4. Dezember 2023 des Wirtschaftsprüfers, Prof. Dr. Heinz-Christian Knoll, München (nachfolgend auch „aktualisiertes Bewertungsgutachten“ oder „aktualisierte Gutachtliche Stellungnahme“ genannt);
- Berichte der Grant Thornton AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, über die Prüfung des Konzernabschlusses und des Konzernlageberichts der German Values für die Geschäftsjahre 2021 und 2022;
- Berichte der Grant Thornton AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, über die Prüfung des Jahresabschlusses und des Lageberichts der German Values für die Geschäftsjahre 2021 und 2022;
- Berichte der Grant Thornton AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, über die Prüfung des Berichts des Vorstands über Beziehungen zu verbundenen Unternehmen gemäß § 312 AktG für die Geschäftsjahre 2021 und 2022;
- Finanzbericht der German Values Property Group AG für das Geschäftsjahr 2022;

- Jahresabschlüsse der German Values und deren direkten und indirekten Tochterunternehmen für das Geschäftsjahr 2022 sowie Saldenlisten dieser Gesellschaften zum 30. Juni 2023;
- Unternehmensplanung der German Values-Gruppe für die Planjahre 2023 bis 2025, Stand November 2023;
- Aktualisierte Unternehmensplanung der German Values-Gruppe für die Planjahre 2023 bis 2024, Stand 04. Dezember 2023;
- Unterlagen zu den steuerlichen Verhältnissen der German Values-Gruppe;
- Vertrag zur Veräußerung und Abtretung von 92,5 % der Geschäftsanteile an der German Values Property 2 GmbH, Leipzig;
- Vertrag zur Veräußerung und Abtretung von 89,9 % der Geschäftsanteile an der German Values Property 3 GmbH, Leipzig;
- Öffentlich zugängliche Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Kapitalmarktdaten.

Als Auskunftspersonen standen uns neben dem Vorstand der German Values der Prokurist der Gesellschaft, Herr Jens Prassel, sowie der von der Gesellschaft beauftragte Bewertungsgutachter zur Verfügung. Alle erbetenen Auskünfte sind uns erteilt worden.

Der Vorstand der German Values hat uns gegenüber unter dem Datum 12. Dezember 2023 eine berufsübliche Vollständigkeitserklärung abgegeben.

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

Wir haben unsere Prüfung vom 13. November 2023 bis zum Tag der Zeichnung dieses Prüfungsberichts in unserem Büro in Düsseldorf durchgeführt. Während unserer Prüfungsarbeiten haben wir ein auf den maßgeblichen Bewertungsstichtag, gemäß §§ 208, 30 Absatz 1 Satz 1 UmwG den Tag der den Formwechsel beschließenden Hauptversammlung, aktualisiertes Bewertungsgutachten erhalten. Insofern erfolgte eine Parallelprüfung. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Prüfungen üblich und durch die Rechtsprechung anerkannt. Sie ist in der Notwendigkeit begründet, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse, der Konzernabschlüsse oder der Ordnungsmäßigkeit der Geschäftsführung der German Values einschließlich ihrer direkten und indirekten Tochterunter-

nehmen sowie Beteiligungen vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind nicht Gegenstand einer Angemessenheitsprüfung der Barabfindung von Minderheitsaktionären.

Der zum 31. Dezember 2022 aufgestellte Konzernabschluss und zusammengefasste Lagebericht der German Values wurde von der Grant Thornton AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, geprüft und mit einem Versagungsvermerk versehen. Dieser bezieht sich u.a. auf die nicht angemessene Anwendung des Rechnungslegungsgrundsatzes der Fortführung der Unternehmenstätigkeit im Konzernabschluss.

Dieser Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung wurde ausschließlich für den vorstehend dargestellten Zweck erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts an die Aktionäre der Gesellschaft sowie die Vorlage in etwaigen Gerichtsverfahren im Zusammenhang mit dem Formwechsel. Der Bericht ist nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen Zweck bestimmt und darf ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung nicht außerhalb dieses Zwecks an Dritte weitergegeben werden.

Für die Durchführung unseres Auftrages und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die diesem Bericht als Anlage beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 (nachfolgend auch „AAB“ genannt) maßgebend.

## 2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung

Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 208 UmwG i.V.m. § 30 Abs. 2 UmwG die Angemessenheit der gemäß § 207 Abs. 1 Satz 1 UmwG anzubietenden Barabfindung.

Dementsprechend haben wir geprüft, ob die von der German Values angebotene Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse bei der German Values als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der Voraussetzungen und Rechtmäßigkeit der formwechselnden Umwandlung und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.

Der gemäß § 208 i.V.m. § 30 Abs. 2 und § 10 UmwG bestellte sachverständige Prüfer hat über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Dabei ist in sinngemäßer Anwendung des § 12 UmwG anzugeben:

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

Die Angemessenheit der Barabfindung lässt sich auf der Basis einer Überprüfung der Bewertungen der German Values durch den Wirtschaftsprüfer Herrn Professor Dr. Knoll unter Heranziehung der einschlägigen Rechtsprechung zur Angemessenheit von Abfindungen<sup>1</sup>, die die Grundlage für die Ableitung der Barabfindung darstellt, beurteilen. Eine eigenständige Bewertung der Gesellschaft durch den sachverständigen Prüfer ist dazu grundsätzlich nicht durchzuführen.

Der Prüfer hat die der Ermittlung der Abfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Bewertung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung ist insbesondere zu untersuchen, ob die bewertungsrelevanten Faktoren sachgerecht ab-

---

<sup>1</sup> Für die Ermittlung einer angemessenen Barabfindung beim Formwechsel – ebenso wie bei Unternehmensvertrag, Eingliederung oder Squeeze-Out (§ 305 Abs. 1, 3; §§ 320 b, 327b AktG) und wie bei allen anderen Umwandlungsfällen, bei denen eine Unternehmensbewertung erforderlich ist – ist im Hinblick auf den Eigentumsschutz nach Art. 14 Abs. 1 GG der **volle wirtschaftliche Wert** der Anteilsrechte oder Mitgliedschaften abzufinden, vgl. Hoyer in Lutter, UmwR, 7. Auflage 2024, § 208, Rz. 3 mit umfangreichen Nachweisen aus der Rechtsprechung.

geleitet worden sind und die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen. Sofern für die Bewertung Börsenkurse herangezogen werden, ist die Ableitung des Börsenkurses zu beurteilen.

Die als Bewertungsbasis dienende Unternehmensplanung der Gesellschaft sowie Arbeitspapiere des Bewertungsgutachters zur Ermittlung des Börsenkurses haben wir erhalten, in Gesprächen im Wesentlichen mit Vertretern der Gesellschaft und des Bewertungsgutachters erörtert und auf ihre Plausibilität überprüft.

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

Gemäß § 192 Abs. 1 hat das Vertretungsorgan des formwechselnden Rechtsträgers - vorliegend der Vorstand der German Values - der Hauptversammlung einen ausführlichen schriftlichen Bericht zu erstatten (Umwandlungsbericht). Die Vollständigkeit und Richtigkeit des Umwandlungsberichts waren, ebenso wie die Zweckmäßigkeit des beabsichtigten Formwechsels, nicht Gegenstand unserer Prüfung. Im Rahmen unserer Tätigkeit haben wir uns nur insoweit mit dem vorgelegten Bericht befasst, als er relevante Angaben über den Prüfungsgegenstand, die methodische und rechnerische Erläuterung und Begründung des Unternehmenswertes der German Values und die darauf aufbauende Ableitung der Barabfindung enthält.

Wir weisen darauf hin, dass der Umwandlungsbericht des Vorstands vom 8. November 2023 nicht die Verhältnisse der Gesellschaft, wie sie dem ergänzenden Bewertungsgutachten vom 4. Dezember 2023 und unserem Prüfungsbericht zu Grunde lagen, wiedergibt.

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

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

### **3. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode**

#### **3.1. Bewertungsgrundsätze**

##### **3.1.1. Zukunftserfolgswert**

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

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

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

Die bei der Unternehmensbewertung von deutschen Wirtschaftsprüfern anzuwendenden Bewertungsgrundlagen und Methoden sind im Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1) in der Fassung vom 2. April 2008, Stand vom 4. Juli 2016, festgelegt.

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

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

---

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

seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet.

Hierbei ist es herrschende Auffassung, die Barabfindung aus einem sog. objektivierten Unternehmenswert abzuleiten. Der objektivierte Unternehmenswert stellt regelmäßig einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren.

Die Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte erfolgt auf „stand-alone-Basis“, d.h. Überschüsse aus Synergieeffekten, die erst aus dem Bewertungsanlass entstehen, sind nicht zu berücksichtigen (sog. echte Synergien). Sog. unechte Synergieeffekte sind hingegen dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahmen realisieren lassen.<sup>3</sup> Die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten sind insoweit abzubilden, als die Synergie stiftenden Maßnahmen zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind.

### **3.1.2. Ertragswertverfahren**

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

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, wobei diese üblicherweise aus den für die Zukunft geplanten Jahresergebnissen abgeleitet werden. Die dabei zugrunde liegende Planungsrechnung kann nach handelsrechtlichen oder anderen Vorschriften aufgestellt sein. Die Finanzierbarkeit der geplanten Ausschüttungen ist hierbei zu beachten.

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

---

<sup>3</sup> IDW S 1, Tz. 34; IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018 Abschnitt A, Tz. 270f., Abschnitt C, Tz. 120; Zeidler in: Semler/Stengel/Leonard, Umwandelungsgesetz, 5. Auflage 2021, Rn. 46ff.

In dem nach der Ertragswertmethode ermittelten Barwert werden die zukünftigen prognostizierten Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse berücksichtigt, die aus dem betriebsnotwendigen Vermögen des Bewertungsobjekts abgeleitet werden. Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen können dafür verschiedene Sonderwerte in Frage kommen. Das etwaige vorhandene nicht betriebsnotwendige Vermögen umfasst solche Vermögensgegenstände, die frei veräußert oder verwendet werden könnten, ohne dass davon der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird.

Die Planung der Gesellschaft umfasst lediglich eine Ertragsplanung für den erwarteten Abwicklungszeitraum. Der Bewertungsgutachter hat eine vereinfachte Bilanzplanung ergänzt und damit sind die zuvor dargestellten Voraussetzungen für die grundsätzliche Äquivalenz von Ertragswertverfahren und Discounted-Cashflow-Verfahren geschaffen.

Wir halten die Entscheidung des Bewertungsgutachters, bei der Bewertung der German Values das Ertragswertverfahren für den begrenzten Abwicklungszeitraum anzuwenden, für sachgerecht. Das Ertragswertverfahren ist ein in der Bewertungstheorie und -praxis im Zusammenhang mit der Bewertung von Unternehmen im Rahmen aktien- und umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen überwiegend gebräuchliches<sup>4</sup> und in der Wissenschaft, Betriebswirtschaftslehre sowie Rechtsprechung anerkanntes Verfahren.<sup>5</sup>

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

### **3.1.3. Liquidationswert**

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

Im vorliegenden Fall wurde vom Bewertungsgutachter auf eine detaillierte Darstellung eines Liquidationswerts für die German Values im Bewertungsgutachten verzichtet, da

---

<sup>4</sup> Vgl. hierzu etwa I-Advise AG, Düsseldorf, Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen, 9. Auflage 2010 - 2022, Juli 2023, S. 6.

<sup>5</sup> BGH v. 29. September 2015, II ZB 23/14.

der Liquidationswert der German Values unter dem Ertragswert liegt und somit keine Relevanz für die Abfindung hat.

Wir haben eine eigene überschlägige Ermittlung des Liquidationswerts für die German Values durchgeführt. Aus dieser ergaben sich keine Anhaltspunkte für einen positiven, d.h. den Ertragswert übersteigenden Liquidationswert.

#### **3.1.4. Substanzwert**

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

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

#### **3.1.5. Vergleichsorientierte Bewertung**

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

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

Der Bewertungsgutachter hat unseres Erachtens sachgerecht auf die Anwendung von Multiplikatoren verzichtet, da solche für Gesellschaften, die sich im Abwicklungsprozess befinden, nicht verfügbar sind bzw. aufgrund der Besonderheiten eines jeweiligen Abwicklungsfalls nicht vergleichend übertragbar sind.

### **3.2. Berücksichtigung des Börsenkurses**

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

Eine Abfindung ist angemessen, wenn sie dem außenstehenden Aktionär eine volle wirtschaftliche Entschädigung für den Verlust seiner Unternehmensbeteiligung verschafft, die nicht unter dem Verkehrswert liegen darf. Dieser kann bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden. Die Entschädigung muss den „wirklichen“ oder „wahren“ Wert der Unternehmensbeteiligung an dem arbeitenden Unternehmen widerspiegeln.<sup>6</sup>

Dabei ist die Abfindung so zu bemessen, dass die außenstehenden Aktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der aktienrechtlichen Strukturmaßnahme erhalten hätten. Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zu berücksichtigen, bedeutet nicht, dass der Börsenkurs allein maßgeblich sein muss. Eine Unterschreitung des Börsenkurses kommt dann in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt.<sup>7</sup>

Die Inhaber-Stückaktien der German Values Property Group AG (ISIN DE000A0L1NQ8) sind an der Frankfurter Wertpapierbörse im regulierten Markt (General Standard) notiert. Sie sind zudem in das elektronische Handelssystem XETRA einbezogen und werden im Freiverkehr an den Börsenplätzen Düsseldorf, Stuttgart, München und Berlin gehandelt.

Im Hinblick auf die Maßgeblichkeit des Börsenkurses als Wertuntergrenze für die Abfindung verweisen wir auf Abschnitt 4.7 dieses Berichts.

### **3.3. Angemessenheit der Bewertungsmethode**

Die vorstehenden Bewertungsgrundsätze und -methoden – namentlich das Ertragswertverfahren – gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) gefunden. Sie werden auch von der Rechtsprechung anerkannt.

---

<sup>6</sup> BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566ff.

<sup>7</sup> BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566ff.

Vorliegend wurde der Unternehmenswert der German Values über das Ertragswertverfahren abgeleitet. Sonderwerten sowie Werte des nicht betriebsnotwendigen Vermögens wurden nicht identifiziert. Bei der Festlegung der Barabfindung wurde der Börsenkurs nichts als etwaige Wertuntergrenze berücksichtigt.

Nach dem Ergebnis unserer Prüfung ist die Anwendung der Ertragswertmethode zur Ermittlung der Höhe der Barabfindung angemessen. Zur Berücksichtigung des Börsenkurses als Wertuntergrenze verweisen wir auf Abschnitt 4.7.

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

## 4. Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung im Einzelnen

### 4.1. Bewertungsobjekt

#### 4.1.1. Rechtliche Grundlagen

Die German Values hat ihren **Sitz** in Leipzig, und ist im Handelsregister B des Amtsgerichtes Leipzig unter der HRB 25538 eingetragen.

Es gilt die **Satzung** in der Fassung vom 1. Juni 2021.

Der satzungsmäßige **Gegenstand des Unternehmens** ist das Betreiben von Immobiliengeschäften und damit zusammenhängender Geschäfte jedweder Art, insbesondere der Erwerb von bebauten und unbebauten Grundstücken, die Errichtung von Gebäuden auf solchen Grundstücken, deren Nutzungsüberlassung, die Entwicklung, Erschließung, Sanierung und Belastung von solchen Gebäuden und Grundstücken, deren Vermietung und kaufmännischer Verwaltung sowie deren sonstige Verwertung, die Beteiligung an Personen- und (börsennotierten und nicht börsennotierten) Kapitalgesellschaften mit dem gleichen oder einem ähnlichen Gegenstand und deren Veräußerung sowie die Erbringung von Dienstleistungen für diese Unternehmen im Immobilienwesen, insbesondere die Vermietung und kaufmännische Verwaltung von Immobilien. Des Weiteren ist Unternehmensgegenstand die Betätigung im Bereich Touristik und Freizeit. Tätigkeiten, welche die Gesellschaft zu einem Investmentvermögen im Sinne des Kapitalanlagegesetzbuches machen würden, werden nicht ausgeübt. Insbesondere hat die Gesellschaft nicht den Hauptzweck, ihren Aktionären durch Veräußerung ihrer Tochterunternehmen oder verbundenen Unternehmen eine Rendite zu verschaffen. Ferner übt die Gesellschaft keine Tätigkeit aus, die einer staatlichen Genehmigung bedarf.

Das **Geschäftsjahr** der Gesellschaft ist das Kalenderjahr.

Das **Grundkapital** der German Values beträgt € 10.033.585,00 und ist eingeteilt in 10.033.585 nennwertlosen auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil von je € 1,00.

Nach Kenntnis der Gesellschaft besteht folgende Aktionärsstruktur:

Aktionäre	Aktien	% (gerundet)
MK Value Shares GmbH	1.486.977	14,8%
RE Beteiligungsgesellschaft mbH	1.319.416	13,2%
VICUS GROUP AG	196.670	2,0%
<i>Zwischensumme</i>	<i>3.003.063</i>	<i>29,9%</i>
GSC Beteiligungsgesellschaft mbH	1.321.887	13,2%
Opus 36. Vermögensverwaltung GmbH	2.195.145	21,9%
ANNA Beteiligungsgesellschaft mbH	2.792.025	27,8%
Streubesitz	721.465	7,2%
<b>Gesamtaktienanzahl</b>	<b>10.033.585</b>	<b>100,0%</b>

Die **Aktien** der German Values Property Group AG (ISIN DE000A0L1NQ8) sind an der Frankfurter Wertpapierbörse im regulierten Markt (General Standard) notiert. Sie sind zudem in das elektronische Handelssystem XETRA einbezogen und werden im Freiverkehr an den Börsenplätzen Düsseldorf, Stuttgart, München und Berlin gehandelt.

Die German Values ist direkt oder indirekt an folgenden Unternehmen beteiligt:

Firma	Sitz	Beteiligungsquote
German Values Beteiligung GmbH	Leipzig	100,0 %
German Values Development GmbH	Leipzig	100,0 %
Travel24 Hotel Betriebs- und Verwaltungs GmbH	Leipzig	100,0 %
German Values Property 1 GmbH *	Leipzig	100,0 %
German Values Property 4 GmbH *	Leipzig	100,0 %
Travel24 Hotel Grundbesitz Holding GmbH **	Leipzig	100,0 %
Hotel Köln Perlengraben GmbH & Co KG ***	Leipzig	94,9 %
Perlengraben Besitz- und Verwaltungs GmbH ***	Leipzig	100,0 %
* verbunden über German Values Beteiligung GmbH		
** verbunden über German Values Development GmbH		
*** verbunden über Travel24 Hotel Grundbesitz Holding GmbH		

#### 4.1.2. Abgrenzung des Bewertungsobjektes

Bewertungsobjekt ist die German Values einschließlich ihrer direkten und indirekten Tochterunternehmen und Beteiligungen.

Im Jahr 2023 waren die:

- German Values Property 2 GmbH
- German Values Property 3 GmbH

operativ tätig. 92,5 % der Geschäftsanteile an der **German Values Property 2 GmbH** wurde. mit Vertrag vom 30. Oktober 2023 mit Gewinnbezugsrecht ab 01. Januar 2023 verkauft und abgetreten.<sup>8</sup> Gegenstand der German Values Property 2 GmbH, mit Sitz in Leipzig, ist die Verwaltung eigenen Vermögens sowie Erwerb und Verkauf von Grundbesitz und Beteiligungen. Die Gesellschaft ist eingetragen im Handelsregister B des Amtsgerichtes Leipzig unter der HRB 37965. 89,9 % der Geschäftsanteile an der **German Values Property 3 GmbH** wurden mit Vertrag vom 20. November 2023 mit Gewinnbezugsrecht ab 01. Januar 2023 verkauft und abgetreten.<sup>9</sup> Gegenstand der German Values Property 3 GmbH, mit Sitz in Leipzig, ist Verwaltung eigenen Vermögens sowie Ankauf von Grundbesitz und Beteiligungen. Die Gesellschaft ist eingetragen im Handelsregister B des Amtsgerichtes Leipzig unter der HRB 36790. Vor dem Hintergrund, dass mit der Anteilsveräußerung die Veräußerung der Grundstücke „Herzogenrath“ eingetragen im Grundbuch des Amtsgerichtes Aachen, Grundbuch von Kohlscheid mit einer Größe von 23.914 m<sup>2</sup> (German Values Property 2 GmbH) und des Grundbesitzes „Hannover“ eingetragen im Grundbuch des Amtsgerichts Hannover, in Mühlenberg mit einer Größe von 8.953 m<sup>2</sup> (German Values Property 3 GmbH) einhergehen, sollen laut Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung am 13. Dezember 2023 in der Hauptversammlung analog § 179a AktG Zustimmungsbeschlüsse gefasst werden. Die übrigen Tochter- und Beteiligungsgesellschaften der German Values sind nicht operativ tätig.

Die German Values war als oberste Verwaltungs- und Holdinggesellschaft der German Values-Gruppe tätig und übte darüber hinaus keine eigene operative Geschäftstätigkeit aus.

#### **4.1.3. Wirtschaftliche Grundlagen**

Die German Values war am Markt als Immobilienbestandshalter tätig. Schwerpunkt waren hierbei Gewerbeimmobilien, die sich in Deutschland befanden, insbesondere Immobilien für die Bereiche Forschung und Wissenschaft. Die Geschäftstätigkeit umfasste den Handel mit Immobilien, Immobilienbeteiligungen durch An- und Verkauf und Wiederveräußerung sowie die Verwaltung von Grundbesitz.

---

<sup>8</sup> Notar Prof. Dr. Matthias Wagner; Leipzig; Urkundenrolle 4256/2023

<sup>9</sup> Notar Prof. Dr. Matthias Wagner; Leipzig; Urkundenrolle 4591/2023

Wir stellen nachfolgend die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft und der German Values-Gruppe gegliedert nach betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten dar. Auf eine ausführliche Erläuterung und Bereinigung der Vorjahre haben wir verzichtet, da die Vergangenheit für die Plausibilisierung der Planungsrechnung für die Jahre 2023 bis 2024 auf Grund der Änderung bzw. des Wegfalls der Geschäftsgrundlage ohne Bedeutung ist.

Die **wesentlichen Ertragskennzahlen** der German Value stellten sich ausweislich der vorgelegten Jahresabschlüsse wie folgt dar:

Ertragslage in T€	2020	2021	2022
Gesamtleistung	995,6	421,5	358,6
Rohertrag	556,3	344,6	349,9
EBITDA	-1.634,8	-1.996,3	1.329,9
EBIT	-4.134,7	-2.044,9	-1.901,0
EBT	-2.315,5	-3.495,0	-928,2
<b>Jahresergebnis</b>	<b>-403,0</b>	<b>-4.931,6</b>	<b>-1.842,7</b>

Zum 31. Oktober 2023 waren in der German Values-Gruppe neben den beiden Vorstandmitgliedern drei Mitarbeiter beschäftigt. In den letzten drei Geschäftsjahren haben sich durchgängig Verluste ergeben.

Die Vermögens- und Finanzlage der German Values entwickelte sich wie folgt:

Aktiva in T€	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Immaterielles Anlagevermögen	0,2	666,5	100,7
Sachanlagen	31,4	6,5	17,1
Finanzanlagen	12,5	37,5	12,5
<b>Anlagevermögen</b>	<b>44,1</b>	<b>710,5</b>	<b>130,3</b>
Vorräte, Forderungen, sonstige Vermögensgegenstände	2.244,7	9.801,1	5.557,0
Liquide Mittel	103,9	152,2	206,2
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>2.348,6</b>	<b>9.953,3</b>	<b>5.763,2</b>
<b>Aktive latente Steuern</b>	<b>1.894,9</b>	<b>679,2</b>	<b>0,0</b>
<b>Rechnungsabgrenzungsposten</b>	<b>10,8</b>	<b>8,5</b>	<b>13,8</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>4.298,4</b>	<b>11.351,5</b>	<b>5.907,3</b>

Bei der German Values handelt es sich um eine Holdinggesellschaft. Die Bilanzsumme hat sich zum Bilanzstichtag des Jahres 2022 gegenüber 2021 deutlich vermindert. Der wesentliche Vermögensposten zum 31. Dezember 2022 sind Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände.

<b>Passiva in T€</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>31.12.2022</b>
Gezeichnetes Kapital	2.033,6	10.033,6	10.033,6
Kapitalrücklage	2.914,0	2.914,0	2.914,0
Ergebnisvortrag	-3.567,5	-3.970,5	-8.902,1
Jahresergebnis	-403,0	-4.931,6	-1.842,7
<b>Eigenkapital</b>	<b>977,1</b>	<b>4.045,5</b>	<b>2.202,8</b>
Steuerrückstellungen	396,8	273,4	508,7
Sonstige Rückstellungen	1.026,4	1.221,9	1.505,0
<b>Rückstellungen</b>	<b>1.423,2</b>	<b>1.495,3</b>	<b>2.013,7</b>
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	1.725,2	2.376,2	233,6
Verbindlichkeiten verbundene und beteiligte Unternehmen	51,2	167,3	1.395,4
Sonstige Verbindlichkeiten	104,9	3.266,4	61,5
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>1.881,3</b>	<b>5.809,9</b>	<b>1.690,5</b>
<b>Rechnungsabgrenzungsposten</b>	<b>16,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>4.298,4</b>	<b>11.351,5</b>	<b>5.907,3</b>

Eine im Jahr 2021 durchgeführte Kapitalerhöhung um T€ 8.000 führte aufgrund der Verluste des laufenden Jahres nur zu einer Zunahme des Eigenkapitals um insgesamt T€ 3.068 zum 31. Dezember 2021. Zum 31. Dezember 2022 verminderte sich das Eigenkapital um den Jahresfehlbetrag des Geschäftsjahres in Höhe von T€ 1.843.

Die Ertragslage des Konzerns entwickelte sich wie folgt:

<b>Ertragslage in T€</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
EBIT	-535,8	3.916,4	-5.397,0
<b>EBT</b>	<b>-709,6</b>	<b>2.836,6</b>	<b>-8.065,0</b>
Ergebnis nach Steuern			
- aus fortzuführendem Geschäft	3.061,4	-570,5	-6.918,0
- aus nicht fortzuführendem Geschäft	-4.792,3	149,4	500,0
<b>Konzernjahresergebnis</b>	<b>-1.730,9</b>	<b>-421,1</b>	<b>-6.418,0</b>

Das Konzernergebnis der Jahre 2021 und 2022 ist wesentlich durch das Ergebnis aus der Fair-Value Bewertung der Immobilien beeinflusst. Aus dem fortzuführenden Geschäft ergaben sich in den Geschäftsjahren 2021 und 2022 Verluste.

Die Vermögens- und Finanzlage des Konzerns entwickelte sich wie folgt:

<b>Aktiva in T€</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>31.12.2022</b>
Immaterielle Vermögenswerte	159,0	753,3	109,0
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	0,0	53.800,0	52.277,0
Sonstige langfristige Vermögenswerte	1.895,0	719,2	27,0
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>2.054,0</b>	<b>55.272,5</b>	<b>52.413,0</b>
Liquide Mittel	508,7	1.014,0	2.919,0
Andere kurzfristige Vermögenswerte	22.547,1	17.545,3	1.689,0
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>23.055,8</b>	<b>18.559,3</b>	<b>4.608,0</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>25.109,8</b>	<b>73.831,8</b>	<b>57.021,0</b>

Wesentlicher Vermögenswert der German Values-Gruppe sind die Immobilien mit einem bilanziellen Wert von rd. € 52,3 Mio. zum 31. Dezember 2022. Es handelt sich hierbei um die Immobilien zweier Tochtergesellschaften, deren Beteiligung im Geschäftsjahr 2023 verkauft wurden, vgl. hierzu unsere Erläuterungen im Abschnitt 4.1.2. In die Bemessung des Kaufpreises für die Geschäftsanteilveräußerung sind die Immobilien mit einem Wert von € 46,3 Mio. eingegangen.

<b>Passiva in T€</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>31.12.2022</b>
Gezeichnetes Kapital	2.033,6	10.033,6	10.034,0
Kapitalrücklage	2.914,0	2.800,7	2.571,0
Ergebnisvortrag	-4.028,5	-4.927,5	-11.081,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>919,1</b>	<b>7.906,8</b>	<b>1.524,0</b>
<b>Nicht beherrschte Anteile</b>	<b>1.556,5</b>	<b>1.626,7</b>	<b>1.022,0</b>
Finanzverbindlichkeiten	0,0	25.430,0	24.518,0
Sonstige langfristige Schulden	3,2	2.031,3	104,0
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>3,2</b>	<b>27.461,3</b>	<b>24.622,0</b>
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	1.077,4	797,2	1.245,0
Finanzverbindlichkeiten	15.032,4	20.079,1	16.439,0
Sonstige Verbindlichkeiten	6.521,2	15.960,7	12.169,0
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>22.631,0</b>	<b>36.837,0</b>	<b>29.853,0</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>25.109,8</b>	<b>73.831,8</b>	<b>57.021,0</b>

Die lang- und kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten am 31. Dezember 2022 von zusammen T€ 40.957 zum 31. Dezember 2022 stehen im Zusammenhang mit dem Erwerb und der Modernisierung der Immobilien.

#### **4.1.4. Aktuelle wirtschaftliche Entwicklung**

Nach dem Verkauf der beiden Tochtergesellschaften (vgl. Abschnitt 4.1.2. dieses Berichts) hat die German Values keinen operativen Geschäftsbetrieb mehr. Die Gesellschaft sieht laut Bewertungsgutachten vom 4. Dezember 2023 aufgrund der allgemeinen Marktentwicklung keine attraktiven Zukunftsperspektiven. Korrespondierend hat der Vorstand der German Values in seiner „Stand-alone“ Planung vom Dezember 2023 ein Abwicklungsszenario der Gesellschaft und ihrer Tochtergesellschaften unterstellt.

Der geplante Zeitraum der Abwicklung umfasst die Jahre 2023 und 2024.

Mit Schreiben vom 19. Oktober 2023 erklärte die Vicus Group AG, Leipzig, gegenüber der German Values unter anderem:

- Zur Sicherstellung dieses Umstrukturierungsprozesses und damit auch zur Absicherung der Werthaltigkeit unserer Darlehen sagen wir der German Values Property Group AG eine Bridgefinanzierung in Höhe von maximal 500.000 € zu. Der Betrag wird - auf der Basis der zu erstellenden Liquiditätsplanung - als kurzfristiges Bardarlehen bereitgestellt und ist in Tranchen abrufbar. Eine entsprechende Darlehensvereinbarung zu üblichen Bedingungen wird zeitnah erstellt. Die Auszahlung steht unter der aufschiebenden Bedingung des Abschlusses von jeweils notariellen Veräußerungsverträgen bezüglich der GmbH-Anteile der German Values Property 2 GmbH und German Values Property 3 GmbH und der Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung der German Values Property AG mit mindestens den Tagesordnungspunkten, 1. Genehmigung der Veräußerungsverträge und 2. Umwandlung der German Values Property AG in eine GmbH.
- Vorausgesetzt, die Gesellschaft hat alle ihr möglichen und zumutbaren Maßnahmen, wie z.B. Verhandlungen über Vergleiche, Stundungen, Erlasse und Rechtsbehelfe mit den Gläubigern ergriffen und diese haben nicht in dem erforderlichen Umfang den Fortbestand der Gesellschaft gesichert, erklären wir hiermit, die Gesellschaft jederzeit so auszustatten, dass diese ihre jeweils fälligen bestehenden Verbindlichkeiten bezahlen kann und auch ihren sonstigen vertraglichen Pflichten nachkommt.

Diese Vereinbarung sichert unter Vorbehalt die Finanzierung der German Values und ermöglicht so der Gesellschaft die Abwicklung und Löschung aller Gesellschaften.

Sofern der Formwechsel in der Hauptversammlung vom 13. Dezember 2023 beschlossen und wirksam wird, geht die Gesellschaft von der Fortführung der Unternehmenstätigkeit der German Values-Gruppe aus. Die entsprechenden Annahmen sind unter

Berücksichtigung des Stichtagprinzips bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte nicht zu berücksichtigen. Insoweit erfolgt die Bewertung auf „stand-alone-Basis“, d.h. Überschüsse aus Synergieeffekten, die erst aus dem Bewertungsanlass entstehen, werden nicht berücksichtigt (sog. echte Synergien)<sup>10</sup>.

#### 4.1.5. Steuerliche Grundlagen

Die German Values wird beim Finanzamt Leipzig II unter der Steuernummer 231/100/05148 geführt.

Innerhalb der German Values-Gruppe bestehen folgende Organschaften:

Firma	Ertragsteuer	Umsatzsteuer
German Values Property Group AG	x	x
German Values Beteiligung GmbH	x	x
German Values Development GmbH	x	x
Travel24 Hotel Betriebs- und Verwaltungs GmbH	x	x
German Values Property 1 GmbH *	x	x
German Values Property 4 GmbH *	x	x
Travel24 Hotel Grundbesitz Holding GmbH **		x
Hotel Köln Perlengraben GmbH & Co KG ***		
Perlengraben Besitz- und Verwaltungs GmbH ***		x
* verbunden über German Values Beteiligung GmbH		
** verbunden über German Values Development GmbH		
*** verbunden über Travel24 Hotel Grundbesitz Holding GmbH		

Die letzte steuerliche Außenprüfung der German Values erfolgte für die Jahre 2012 bis 2014. Aktuell findet auskunftsgemäß die steuerliche Außenprüfung für die Jahre 2015 bis 2017 statt.

Steuerliche Verlustvorträge der German Values betragen laut Veranlagung zum 31. Dezember 2020:

- € 89,6 Mio. körperschaftsteuerlicher Verlustvortrag
- € 89,5 Mio. gewerbesteuerlicher Verlustvortrag

Das steuerliche Einlagenkonto wurde zum 31. Dezember 2020 mit € 79,1 Mio. festgestellt.

<sup>10</sup> Vgl. IDW S1 2008, Abschnitt 4.4.3.2, Tz. 50.

Die bestehenden Verlustvorträge auf Ebene der in den ertragsteuerlichen Organkreis einbezogenen Tochtergesellschaften in Höhe von € 1,75 Mio. (Körperschaftsteuer) und € 1,75 Mio. (Gewerbsteuer) sind aktuell nicht nutzbar.

Die Verlustvorträge der Tochtergesellschaften per 31. Dezember 2021 außerhalb des ertragsteuerlichen Organkreises betragen zusammen € 1,07 Mio. (Körperschaftsteuer) und € 1,93 Mio. (Gewerbsteuer).

#### **4.2. Bewertungsstichtag**

Nach § 208 UmwG i.V.m. § 30 Abs. 1 Satz 1 UmwG ist maßgeblicher Bewertungsstichtag der Tag der Hauptversammlung der German Values, auf der der Beschluss zum Formwechsel gefasst werden soll. Die Hauptversammlung der German Values ist für den 13. Dezember 2023 vorgesehen.

Vor diesem Hintergrund erfolgte sachgerecht die Aktualisierung des Bewertungsgutachten auf den 13. Dezember 2023.

#### **4.3. Markt- und Wettbewerbsumfeld**

##### **4.3.1. Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen**

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

Zu nennen sind hier beispielhaft der Internationale Währungsfonds, die Europäische Zentralbank, die Deutsche Bundesbank, nationale und internationale Wirtschaftsforschungsinstitute, aber auch die großen Privatbanken.

Wir haben unsere Darstellung der volkswirtschaftlichen Rahmendaten im Wesentlichen auf Grundlage von Informationen des Internationalen Währungsfonds (International Monetary Fund, im Folgenden auch „IMF“ genannt) vorgenommen.

Da der für die German Values relevante Markt in Deutschland liegt, beschränken sich die nachfolgenden Ausführungen auf die wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands. Die jährliche Entwicklung des realen **Bruttoinlandsproduktes** (im Folgenden auch „BIP“ genannt) und der Inflationsrate gemessen am **Verbraucherpreisindex** stellt sich wie folgt dar:

Deutschland Wachstum in %	Ist			Prognose					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
BIP (real)	-3,8	3,2	1,8	-0,5	0,9	2,0	1,9	1,3	0,9
Inflation	0,4	3,2	8,7	6,3	3,5	2,2	2,1	2,0	2,0

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook, October 2023.

Nach dem Corona-bedingten Einbruch im Jahr 2020 befand sich die **deutsche Wirtschaft** zunächst auf Erholungskurs. Insbesondere durch die sich nur langsam entspannenden Lieferkettenprobleme verbunden mit dem Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine Anfang 2022 führten die einhergehenden starken Preissteigerungen zu deutlichen Verwerfungen. Das Bruttoinlandsprodukt rutschte im letzten Quartal 2022 und im ersten Quartal 2023 ab, so dass Deutschland in eine technische Rezession geriet. Die anhaltend schwache Auslandsnachfrage und die Auswirkungen des vorangegangenen Energiepreisschocks machen insbesondere der exportorientierten Industrie zu schaffen. Vor dem Hintergrund gestiegener Finanzierungskosten sowie gestiegener Baupreise dürften Bauinvestitionen im dritten Quartal rückläufig gewesen sein. Saisonbereinigt ging die Bauproduktion etwas zurück, im Ausbaugewerbe blieb die Produktion fast unverändert, aber im Hauptbaugewerbe sank sie stark, vor allem im Hochbau. Darüber hinaus gingen insbesondere im Wohnungsbau die Baugenehmigungen stark zurück und immer mehr Bauunternehmen beklagten sich über Auftragsmangel.<sup>11</sup>

Die Schätzungen des IMF belaufen sich vor diesem Hintergrund auf vergleichsweise niedrige Wachstumsraten für das BIP (-0,5 % im Jahr 2023 bzw. 0,9 % im Jahr 2024). Nach einem zwischenzeitigen Anstieg der Wachstumsrate des BIP im Jahr 2025 auf rd. 2,0 % rechnet der IMF anschließend bis zum Jahr 2028 die jährliche Wachstumsrate des Wirtschaftswachstums in Deutschland auf rd. 0,9 % rückläufig ein.<sup>12</sup> Das IfW geht von einer geringfügig positiveren Entwicklung aus und erwartet, dass das BIP im laufenden Jahr um -0,5 % und im Jahr 2024 um 1,3 % steigt, eine gegenüber der vorherigen Frühjahresprognose des IfW (0,5 % bzw. 1,4 %) leicht rückläufige Vorhersage.<sup>13</sup>

Aufgrund der stark gestiegenen Preise hat sich zuletzt auch die EZB im Jahr 2022 dazu entschlossen, ihre zuvor extrem lockere Geldpolitik zu straffen und hat jüngst den Leitzins zum wiederholten Mal angehoben, letztmalig im September 2023 um weitere 25 Basispunkte auf nunmehr 4,50 %.<sup>14</sup> Die **Inflationserwartungen** für die nähere Zukunft sinken erstmalig wieder, sollen sich aber nach wie vor oberhalb des EZB-Zielwerts bewegen. Das IfW erwartet für das laufende Jahr eine Inflationsrate von rd. 6,0 % sowie

<sup>11</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht – November 2023, S. 1-2.

<sup>12</sup> Vgl. IMF, World Economic Outlook, October 2023.

<sup>13</sup> Vgl. IfW, Deutsche Wirtschaft im Herbst 2023, S. 3.

<sup>14</sup> beschlossen am 14. September 2023, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230914~aab39f8c21.de.html>

rd. 2,1 % für das Jahr 2024.<sup>15</sup> Die Deutsche Bundesbank geht davon aus, dass sich die Inflationsrate in den nächsten Monaten schwankend seitwärts bewegt.<sup>16</sup> Das IMF erwartet erst mittelfristig ab 2027 eine Annäherung der Inflationsrate an das EZB-Inflationsziel von rd. 2,0 %.<sup>17</sup>

#### **4.3.2. Branchenspezifisches Umfeld**

Der deutsche Immobilienmarkt steht vor ungewissen Zeiten. Jahrelang haben die gute konjunkturelle Lage, eine hohe Nachfrage und ein begrenztes Angebot an Wohnraum sowie niedrige Zinsen die Preise an den Immobilienmärkten befeuert. Mit der Zinswende, hoher Inflation und einer drohenden Rezession haben sich die Rahmenbedingungen jedoch grundlegend geändert und damit auch die Lage an den Immobilienmärkten. Im Gegensatz zum Wohnimmobilienmarkt ist der flächendeckende Preisboom am Gewerbeimmobilienmarkt schon seit dem Jahr 2020 beendet.<sup>18</sup>

Die Entwicklung von Kaufpreiskriterien im Bereich von Gewerbeimmobilien – hier Büros zeigt die Marktentwicklung. Kaufpreiskriterien, die die befragten Investoren für Büroimmobilien in A-Standorten maximal zahlen würden, im Schnitt vom 21,1-fachen der jährlichen Miete, „stellen im Vergleich zu den realisierten Faktoren der letzten Jahre eine signifikante Differenz dar“, formuliert Marcel Crommen, Managing Partner bei NAI Apollo. „Zum Höchststand 2021 wurde innerhalb der Top-7-Städte im Schnitt eine Spitzenrendite für Bürogebäude erreicht, die einem Multiplikator von 33 bis 34 entsprach – das ist eine Abweichung von 12 bis 13 Faktoren zum aktuellen Umfrageergebnis. In einzelnen Top-7-Standorten wurden 2021 sogar Faktoren zwischen 35 und 37 erfasst.“<sup>19</sup>

Die Entwicklung am Immobilienmarkt wird auch durch die Hinweise des IDW zur Immobilienbewertung reflektiert. Nach positiven Entwicklungen der Immobilienpreise und der Börsenkurse kapitalmarktorientierter Immobilienunternehmen in den letzten Jahren, wurde diese Entwicklung durch veränderte politische, wirtschaftliche und gesellschaftliche Rahmenbedingungen - insbesondere eines Marktumfeldes welches derzeit durch Inflation, Zinsanstieg, Lieferschwierigkeiten, Materialengpässe, hohe Baukosten und Fachkräftemangel gekennzeichnet ist - in den letzten Monaten gestoppt.<sup>20</sup>

<sup>15</sup> Vgl. IfW, Deutsche Wirtschaft im Herbst 2023, S. 24.

<sup>16</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht – November 2023, S. 60.

<sup>17</sup> Vgl. IMF, World Economic Outlook, October 2023.

<sup>18</sup> <https://www.bundesbank.de/de/presse/gastbeitraege/das-ende-des-booms-die-lage-am-deutschen-immobilienmarkt-899574>

<sup>19</sup> [https://www.iz.de/maerkte/news/-investoren-wollen-nur-noch-faktor-21-fuer-a-bueros-zahlen-2000018388?utm\\_source=%2Fmeta%2Fnewsletter](https://www.iz.de/maerkte/news/-investoren-wollen-nur-noch-faktor-21-fuer-a-bueros-zahlen-2000018388?utm_source=%2Fmeta%2Fnewsletter)

<sup>20</sup> IDW vom 19. Oktober 2023; gemeinsame Berichterstattung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft und des Immobilienwirtschaftlichen Fachausschusses

Immobilienprojektentwickler erleben derzeit eine Insolvenzwelle. Der Höhepunkt der Welle ist, Experten zufolge, noch nicht erreicht, wird aber in den nächsten sechs Monaten erwartet. Das sind die Kernergebnisse der Online-Pressekonferenz „Finanzielle Restrukturierung von Projektentwicklungen: Welche Spielräume gibt es und welche Ergebnisse sind erreichbar?“, an der am 4. Dezember 2023 Prof. Dr. Steffen Sebastian, Lehrstuhl für Immobilienfinanzierung (Real Estate Finance), IREBS Institut für Immobilienwirtschaft, Universität Regensburg, Dr. Gordon Geiser, Geschäftsführer der Nova Fides GmbH und Torsten Hollstein, Geschäftsführer der CR Investment Management, teilnahmen.<sup>21</sup>

#### **4.4. Ermittlung des Ertragswertes**

##### **4.4.1. Analyse der Unternehmensplanung**

###### **4.4.1.1. Unternehmensbewertung Stichtag 30. August 2023**

Bei Beginn unserer Tätigkeit wurde uns die gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der German Values zum Bewertungsstichtag 30. August 2023 des Wirtschaftsprüfers Professor Dr. Heinz-Christian Knoll vom 26. September 2023 vorgelegt.

Diese Bewertung war Grundlage des in der Einladung zur Hauptversammlung enthaltenen Abfindungsangebots. Grundlage der Ermittlung des Unternehmenswerts war eine Unternehmensplanung für die Jahre 2023 bis 2025, die ausschließlich negative geplante Jahresergebnisse auswies. Nach Einschätzung des Erstbewerter konnte sich demzufolge kein positiver Ertragswert ergeben. Sonderwerte konnten nicht identifiziert werden. Der überschlägig ermittelte Liquidationswert lag entsprechend der Ausführungen im Gutachten unter dem Ertragswert. Der Börsenkurs wurde wegen fehlender Aussagekraft nicht zur Wertermittlung herangezogen.

###### **4.4.1.2. Unternehmensbewertung Stichtag 13. Dezember 2023**

Durch die Verkäufe der beiden operativ tätigen Tochtergesellschaften German Values Property 2 GmbH und German Values Property 3 GmbH hatten sich die wirtschaftlichen Verhältnisse der German Values gegenüber den Darstellungen im Bewertungsgutachten vom 26. September 2023 wesentlich geändert.

Mit Datum vom 4. Dezember 2023 wurde uns eine aktualisierte Unternehmenswertermittlung mit Stichtag 13. Dezember 2023 erstellt von Wirtschaftsprüfers Professor Dr. Heinz-Christian Knoll vorgelegt.

---

<sup>21</sup> <https://www.konii.de/news/immobilienprojektentwickler-hoehepunkt-der-insolvenzwelle-noch-nicht-erreicht/>

Die dieser Bewertung zu Grunde liegende Unternehmensplanung berücksichtigte den Verkauf der beiden Tochtergesellschaften und die vollständige Abwicklung aller Gesellschaften der German Values-Gruppe bis zum 31. Dezember 2024.

#### **4.4.1.3. Vergangenheitanalyse**

Eine ausführliche Vergangenheitanalyse erfolgte nicht und ist unseres Erachtens auch nicht erforderlich, da sich durch den Verkauf der Geschäftsanteile an den Tochtergesellschaften, German Values Property 2 GmbH und German Values Property 3 GmbH, die Verhältnisse wesentlich geändert haben. Die Vergangenheit kann somit nicht mehr zur Plausibilisierung der Planung herangezogen werden. Auf die berufsübliche weitergehende Analyse und Bereinigung der Vergangenheit haben wir mangels Kontinuität und Vergleichbarkeit des zukünftigen mit dem vergangenen Geschäftsmodell verzichtet.

#### **4.4.1.4. Analyse der Planung**

Der Planungszeitraum erstreckt sich auf die Zeit von vom 1. Januar 2023 bis 31. Dezember 2024 wobei der Zeitraum bis Oktober 2023 bei der Muttergesellschaft als Ist - Wert eingegangen ist. Für die Tochtergesellschaften wurden die Ist-Werte bis 30. Juni 2023 berücksichtigt und darauf aufbauend die Planwerte abgeleitet.

Es handelt sich lediglich um eine Erfolgsplanung für diesen Zeitraum. Eine integrierte Planung bestehend aus Gewinn- und Verlustplanung, Bilanzplanung und Kapitalflussrechnung wurde durch die Gesellschaft nicht erstellt. Unseres Erachtens ist dieses Vorgehen vorliegend nicht sachgerecht, da die Planung weder die Verwertung der Vermögens- und Schuldposten abschließend abbildet, noch die Finanzierung im Planungszeitraum darstellt. Der Bewertungsgutachter hat für Zwecke der Bewertung eine vereinfachte Bilanzplanung auf Basis der erhaltenen Informationen vorgenommen.

Plan Gewinn- und Verlustrechnung	2023 in T€	2024 in T€
Umsatzerlöse	104	0
Sonstige Erträge	4	0
Materialaufwand	-2	0
Personalaufwand	-467	0
Abschreibungen	-26	-11
Sonstige Kosten	-1.039	-190
Raumkosten	-15	0
Versicherungen	-3	0
Fahrzeugkosten	-5	0
Werbekosten	-291	0
Instandhaltung etc.	-11	-7
Sonstige Kosten insbesondere Beratungs- und Prüfungskosten	-714	-183
<b>EBIT</b>	<b>-1.426</b>	<b>-391</b>
Zinsaufwand	-11	0
Sonstiger neutraler Aufwand	-1.035	0
Zinsertrag	28	28
Sonstiger neutraler Ertrag	259	0
<b>vorläufiges Ergebnis AG</b>	<b>-2.185</b>	<b>-363</b>
Ergebnis Tochtergesellschaften	-352	-403
Ergebnis Anteilsverkauf	-7.382	0
<b>Konzernergebnis</b>	<b>-9.919</b>	<b>-766</b>

Die Planansätze enthalten zum Teil Aufwendungen, die den beabsichtigten Formwechsel betreffen, wie zum Beispiel in diesem Zusammenhang erwartete Berateraufwendungen und Prüfungskosten. Mithin wurde in der Planung von einem Vollzug des Formwechsels ausgegangen. So entfallen beispielsweise im Jahr 2024 die Kosten für die Durchführung der Hauptversammlung, der gesetzlichen Jahresabschlussprüfung und für die Börsennotierung der Aktie der German Values.

Insgesamt ist die Planung nach unserer Einschätzung nur bedingt geeignet, ein zutreffendes Bild von der Entwicklung der Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage abzubilden.

#### 4.4.1.5. Plausibilisierung der Planungsrechnung

Die Planung der Gesellschaft stellt nicht vollumfänglich die Abwicklung der Vermögens- und Schuldposten der German Values-Gruppe bis zur Löschung der Gesellschaften dar.

Vor dem Hintergrund, dass eine abschließend integrierte Planungsrechnung unter vollständiger Berücksichtigung der stand-alone Prämisse nicht vorlag, haben wir zur Angemessenheitsprüfung folgende vereinfachende Überlegungen im Hinblick auf die Grundannahme, dass keine Zahlungsströme an die Anteilseigner zu erwarten sind, angestellt:

<b>Plausibilisierung</b>	<b>in T€</b>
Eigenkapitalsumme Bilanzen 1. Halbjahr 2023	-1.952
Geplanter Aufwand II. Halbjahr	
- Muttergesellschaft	-1.247
- Töchter	-196
Ergebnis Verkauf der Beteiligungsunternehmen (GVP2 und GVP 3)	-7.382
Geplanter Aufwand 2024	-766
<b>Zwischensumme</b>	<b>-11.543</b>
Auswirkung Patronatserklärung	11.543
<b>Ergebnis Abwicklung</b>	<b>0</b>

Unsere Plausibilisierungsüberlegungen basieren auf den erhaltenen Unterlagen der Gesellschaft und ergänzend erhaltenen Auskünften hinsichtlich der beiden Grundannahmen, dem stand-alone Prinzip (Nichtberücksichtigung des Bewertungsanlasses) sowie der Berücksichtigung des Abwicklungskonzeptes mit beabsichtigter Beendigung der Geschäftstätigkeit zum Ende des Jahres 2024.

Aus den BWA des I. Halbjahres haben wir vereinfachend die Summe des Eigenkapitals der German Values-Gruppe ohne die verkauften Tochtergesellschaften als Ausgangspunkt ermittelt. Diese haben wir um die zu erwartenden Aufwendungen aus der Planung der Gesellschaft (siehe auch Abschnitt 4.4.1.4.) vermindert. Der Saldo aus dem Verkauf der beiden Tochtergesellschaften leitet sich wie folgt ab:

<b>Verkauf Beteiligungsunternehmen</b>	<b>in T€</b>
Kaufpreis GVP 3	139
Buchwert Anteile GVP 3	-5.599
Kaufpreis GVP 2	3.454
Buchwert Anteile GVP 2	-5.376
<b>Ergebnis Verkauf Beteiligungsunternehmen</b>	<b>-7.382</b>

Auf Grund der im Abschnitt 4.1.4. beschriebenen Patronatserklärung gehen wir davon aus, dass die Aufwendungen durch den Patronatsgeber vollständig getragen werden.

Aus den uns vorliegenden Unterlagen und nach Auskunft der Gesellschaft haben sich keine wesentlichen stillen Reserven ergeben.

Im Ergebnis unserer Plausibilitätsüberlegungen haben sich keine Hinweise ergeben, dass Ausschüttungen an die Anteilseigner im Rahmen der Abwicklung der Gesellschaft zu erwarten sind. Mangels dieser läge ein Ertragswert der Gesellschaft dementsprechend nicht über € 0,00.

#### **4.4.1.6. Minderheiten**

Die Planung der German Values berücksichtigt keine Ergebnisanteile von Minderheitsgesellschaftern an Unternehmen der German Values-Gruppe. Das aktualisierte Bewertungsgutachter enthält keine Ausführungen zu Minderheitenanteilen.

Wir halten diese Vereinfachung aus Wesentlichkeitsgründen und unter Berücksichtigung der konkreten Ertragssituation für vertretbar.

#### **4.4.1.7. Ableitung des Ergebnisses für die Phase der ewigen Rente**

Die Geschäftsführung der German Values geht von der Einstellung des Geschäftsbetriebs aus. Die Lebensdauer des Bewertungsobjektes ist daher zeitlich begrenzt und die Ableitung eines Ergebnisses für die Phase der ewigen Rente (Terminal Value) nicht möglich.

#### **4.4.1.8. Ausschüttungsplanung**

Nach IDW S 1 2008 ist bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und nach rechtlichen Restriktionen zur Verfügung stehen.

Der Bewertungsgutachter hat keine finanziellen Überschüsse aus der Planung ermittelt, die an die Gesellschafter der German Values ausschüttbar wären.

Dies bestätigen unsere Plausibilisierungsüberlegungen zur Planungsrechnung unter Abschnitt 4.4.1.5. dieses Berichts.

#### **4.4.1.9. Ertragsteuern der Anteilseigner**

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

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

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

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

Im vorliegenden Bewertungsfall wurden keine an die Anteilseigner ausschüttbaren Beträge ermittelt. Persönliche Steuern waren daher nicht zu berücksichtigen

#### **4.4.1.10. Ableitung der zu diskontierenden Nettoausschüttungen**

Es ergeben sich aus der Planung keine an die Anteilseigner ausschüttbaren oder zuzurechnenden Ausschüttungen.

## **4.4.2. Analyse des Kapitalisierungszinssatzes**

### **4.4.2.1. Vorbemerkungen**

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

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

Im vorliegenden Bewertungsfall ist die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes ohne Bedeutung, da auf Grundlage des Abwicklungskonzepts keine Zahlungen an die Anteilseigner geplant werden. Wir beschränken die nachfolgenden Darstellungen daher auf einige Feststellungen zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes durch den Bewertungsgutachter.

### **4.4.2.2. Basiszins**

Die Bemessung des Basiszinssatzes orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand.<sup>22</sup> Bei der Ableitung einer quasi-risikolosen Alternativanlage ist zusätzlich zu beachten, dass diese auch fristenadäquat zu einer zeitlich unbegrenzten Unternehmensinvestition ist. Da solche Anleihen mit unbegrenzter Laufzeit am deutschen Kapitalmarkt nicht vorliegen, kann nach Empfehlungen des FAUB aus der zum Bewertungsstichtag

---

<sup>22</sup> Vgl. u.a. van Rossum, in: MüKo, AktG, 5. Aufl. 2020, zu § 305 Rn. 133-139.

beobachtbaren Zinsstrukturkurve eine Schätzung des Basiszinssatzes auf der Grundlage von aktuellen Zinsstrukturdaten abgeleitet werden.<sup>23</sup>

Für die Ableitung des Basiszinssatzes im Rahmen der vorliegenden Bewertung wurde von einer Schätzung der künftigen durchschnittlichen Zinsstrukturkurve auf Grundlage von Zinsstrukturdaten ausgegangen, die von der Deutschen Bundesbank bereitgestellt werden. Hierzu wurden entsprechend der Empfehlung des FAUB, Durchschnittsgrößen über einen Dreimonatszeitraum erhoben.

Der Bewertungsgutachter ermittelt auf diese Weise entsprechend den berufsständischen Empfehlungen einen gerundeten einheitlichen Basiszins in Höhe von 2,75 %.

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

Bei einem Bewertungszeitraum von zwei Jahre ist lediglich für diesen Zeitraum der Basiszinssatz zu ermitteln und ggf. in einen einheitlichen Basiszinssatz umzurechnen. Hierbei ergibt sich für zwei Jahre nach unseren Berechnungen ein einheitlicher Basiszinssatz von 3,2 %. Die Abweichung zur Ermittlung durch den Bewertungsgutachter ist aber ohne Bedeutung, da keine Ausschüttungen zur Verfügung stehen.

#### **4.4.2.3. Risikozuschlag**

##### **4.4.2.3.1. Vorbemerkungen**

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

Zur Bemessung des Risikozuschlags wäre grundsätzlich auf die individuelle Risikopräferenz eines Anteilseigners abzustellen. Bei einer Vielzahl von Anteilseignern ist es praktisch unmöglich, die individuelle Risikoeinstellung jedes einzelnen Anteilseigners abzufragen. Daher ist es im Rahmen der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte üblich, zur Bemessung des Risikozuschlags auf Kapitalmarktmodelle zurückzugreifen. Hier-

---

<sup>23</sup> Vgl. IDW Life, Ausgabe 3/2022, S. 322ff.

durch wird es möglich, die Risikopräferenz einer Vielzahl von Anlegern, die sich über Angebot und Nachfrage in den Preisen für Wertpapiere niederschlägt, abzubilden.

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

#### **4.4.2.3.2. Marktrisikoprämie**

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

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

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

Zur Ableitung der Marktrisikoprämie werden in der Theorie und Bewertungspraxis insb. eine vergangenheitsorientierte Ermittlung anhand historischer Aktienmarktrenditen sowie eine zukunftsorientierte Ermittlung anhand impliziter Aktienmarktrenditen herangezogen.<sup>24</sup>

Der Bewertungsgutachter hat eine **Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern** in Höhe von **5,75 %** angesetzt.

---

<sup>24</sup> Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt A, Tz. 384 m.w.N.

Am 25. Oktober 2019 wurde die sog. „Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB“ veröffentlicht.<sup>25</sup> Hierdurch wurden die in den Hinweisen „zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung“ vom 19. September 2012<sup>26</sup> gegebenen vorherige Bandbreitenempfehlungen zur Marktrisikoprämie angehoben.

In der Neuen Kapitalkostenempfehlung des FAUB wird dazu erläutert, dass Kapitalkostenempfehlungen anzupassen seien, wenn die bisherigen Empfehlungen insgesamt zu Kapitalkosten führten, die nicht mehr zu den empirischen Beobachtungen am Kapitalmarkt passten. Der risikolose Zinssatz (Basiszins) von rd. null Prozent würde auf Grundlage der alten Empfehlung (aus September 2012) für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 5,5 % bis 7,0 % (im Mittel 6,25 %) bedeuten, dass im Bewertungskalkül von einer Gesamtrenditeerwartung für den Markt in eben dieser Höhe ausgegangen würde. Nach Ansicht des FAUB läge bei vorsichtiger Gesamtwürdigung **aller Analysen** die nominale Gesamtrendite des Marktes indes eher in einer Bandbreite von 7,0 % bis 9,0 %. Aus diesem Grund hat der FAUB im Oktober 2019 beschlossen, seine bisherige Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,0 % bis 8,0 %, im Mittel 7,0 %, anzuheben. Der FAUB weist darauf hin, dass er sich damit tendenziell am unteren Ende beobachtbarer Gesamtrenditen orientiere, um der Möglichkeit Rechnung zu tragen, dass diese im Zeitablauf wieder leicht nachgeben könnten. Dies führte auch zu einer entsprechenden leichten Anpassung der Empfehlung für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von zuvor 5,0 % bis 6,0 %, im Mittel 5,5 %, auf eine Bandbreite von 5,0 % bis 6,5 %, im Mittel 5,75 %.

Auch nach der zuletzt veröffentlichten Berichterstattung über die 165. Sitzung des FAUB vom 26. April 2023 hält es der FAUB weiterhin für sachgerecht, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie an den am 25. Oktober 2019 veröffentlichten Bandbreitenempfehlung zu orientieren.

Die vom Bewertungsgutachter angesetzte Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern liegt innerhalb der vom FAUB empfohlenen Bandbreite.

#### **4.4.2.3.3. Betafaktor**

Die für ein Marktportfolio geschätzte Risikoprämie ist entsprechend dem CAPM im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Die unternehmensindividuelle Risikohöhe ermittelt sich aus der Korrelation der Rendite

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

<sup>26</sup> IDW-Fachnachrichten Nr. 10/2012, S. 568 f.

des Bewertungsobjekts zur Rendite des Marktportfolios und wird im sog. Betafaktor ausgedrückt.

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

Bei der Bewertung der German Values wurde vom Bewertungsgutachter ein unverschuldeter Betafaktor in Höhe von 0,22 ermittelt.

#### **Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:**

##### **Eigener Betafaktor der German Values**

Für die German Values ist es aufgrund der am Kapitalmarkt gebildeten Aktienkurse grundsätzlich möglich, Betafaktoren für die Vergangenheit abzuleiten.

Wir haben **eigene Analysen** zum Betafaktor der German Values durchgeführt.

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

- Beobachtungszeitraum,
- Renditeintervall (auf Tages-, Wochen- oder Monatsbasis) und
- Vergleichsindex,

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

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

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

Bei der Ermittlung des Betafaktors der German Values haben wir auf Beobachtungszeiträume von zwei bis fünf Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen und auf einen Beobachtungszeitraum von fünf Jahren mit monatlichen Renditeintervallen abgestellt. Als Endpunkt der betrachteten Beobachtungszeiträume haben wir den 30. August 2023 berücksichtigt, da ab dem folgenden Handelstag der Aktienkurs der German Values durch die Bekanntgabe des Einberufungsverlangens für eine außerordentliche Hauptversammlung mit dem Tagesordnungspunkt „Umwandlung der Gesellschaft von einer Aktiengesellschaft in eine GmbH“ beeinflusst wurde und insoweit von der allgemeinen Marktentwicklung abgekoppelt war.

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

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

Zur Beurteilung der Belastbarkeit eines ermittelten Betafaktors wird in Teilen von Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis auf den so genannten t-Test abgestellt, um die statistische Signifikanz des Betafaktors abzuleiten. Andere Literaturmeinungen<sup>27</sup> lehnen die Bewertung der Belastbarkeit eines Betafaktors anhand des t-Tests ab. Der t-Test gibt Auskunft darüber, inwieweit die unabhängige Variable (Marktrendite) Einfluss auf die abhängige Variable (Aktienrendite) hat. Ein t-Wert für den jeweiligen Regressor

---

<sup>27</sup> Vgl. z.B. Franken/Schulte, Beurteilung der Eignung von Betafaktoren mittels  $R^2$  und t-Test: Ein Irrweg?, WPg 2010, S. 1110 ff.

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

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

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

Die folgenden Tabellen zeigen die von uns ermittelten Betafaktoren der German Values zum 31. August 2023 auf Grundlage von Handelsdaten an der Börse Frankfurt:

German Values Betafaktorenanalyse, 2 Jahre, wöchentlich	Raw Beta	Beta (unv.)	t-Test	$R^2$	Standardfehler
CDAX Index (Total Return)	-0,01	0,06	nicht sig.	0,00	0,33
MSCI World Index	0,35	0,29	nicht sig.	0,01	0,35
<b>Arithmetisches Mittel</b>	<b>0,17</b>	<b>0,18</b>		<b>0,01</b>	<b>0,34</b>
German Values Betafaktorenanalyse, 3 Jahre, wöchentlich	Raw Beta	Beta (unv.)	t-Test	$R^2$	Standardfehler
CDAX Index (Total Return)	0,16	0,14	nicht sig.	0,00	0,47
MSCI World Index	0,66	0,42	nicht sig.	0,01	0,51
<b>Arithmetisches Mittel</b>	<b>0,41</b>	<b>0,28</b>		<b>0,01</b>	<b>0,49</b>
German Values Betafaktorenanalyse, 4 Jahre, wöchentlich	Raw Beta	Beta (unv.)	t-Test	$R^2$	Standardfehler
CDAX Index (Total Return)	0,56	0,35	nicht sig.	0,02	0,31
MSCI World Index	1,18	0,66	sig.	0,05	0,34
<b>Arithmetisches Mittel</b>	<b>0,87</b>	<b>0,51</b>		<b>0,04</b>	<b>0,33</b>
German Values Betafaktorenanalyse, 5 Jahre, wöchentlich	Raw Beta	Beta (unv.)	t-Test	$R^2$	Standardfehler
CDAX Index (Total Return)	0,45	0,28	nicht sig.	0,01	0,28
MSCI World Index	1,05	0,65	sig.	0,04	0,31
<b>Arithmetisches Mittel</b>	<b>0,75</b>	<b>0,47</b>		<b>0,03</b>	<b>0,30</b>
German Values Betafaktorenanalyse, 5 Jahre, monatlich	Raw Beta	Beta (unv.)	t-Test	$R^2$	Standardfehler
CDAX Index (Total Return)	1,29	0,80	nicht sig.	0,07	0,62
MSCI World Index	1,83	1,13	sig.	0,12	0,66
<b>Arithmetisches Mittel</b>	<b>1,56</b>	<b>0,97</b>		<b>0,10</b>	<b>0,64</b>

Der Betafaktor der German Values ist lediglich bei Regression gegen den MSCI World Index für Beobachtungszeiträume von vier und fünf Jahren statistisch signifikant, für die übrigen Beobachtungszeiträume und Renditeintervalle sind die Betafaktoren statistisch nicht signifikant.

Sowohl in der aktuellen Literatur als auch in der Bewertungspraxis und Rechtsprechung wird ergänzend bzw. an Stelle der statistischen Gütekriterien auf die Liquidität der betrachteten Aktie abgestellt, wenn die Eignung eines Betafaktors beurteilt werden soll.<sup>28</sup>

Wir haben daher für die Aktien der German Values eine Liquiditätsanalyse durchgeführt. Hierbei haben wir für den Zeitraum von 5 Jahren vor dem 30. August 2023, getrennt nach Jahresscheiben, und basierend auf Handelsdaten der Börse Frankfurt folgende Liquiditätskennziffern ermittelt:

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

Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse der Liquiditätsanalyse:

German Values Liquidität der Aktie	30.08.2023 bis 31.08.2022	30.08.2022 bis 31.08.2021	30.08.2021 bis 31.08.2020	30.08.2020 bis 31.08.2019	30.08.2019 bis 31.08.2018
Handelstage in % der Börsentage	45,14%	47,86%	75,20%	47,20%	28,29%
Ø Bid-Ask Spread pro Tag in %	23,27%	22,59%	14,61%	21,43%	14,60%
Handelsumsatz pro Tag in €	1.582	2.994	13.295	2.931	1.985

Wenngleich es keine abschließenden Vorgaben für absolute Grenzwerte der betrachteten Liquiditätskennziffern in Literatur und Rechtsprechung gibt, liegt die so gemessene Liquidität der German Values Aktie u.a. im Hinblick auf die Handelstage in % der Börsentage sowie die ermittelten Bid-Ask-Spreads in den einzelnen Zeiträumen deutlich oberhalb der in anderen aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen für die Liquidität von Aktien berücksichtigten Grenzwerten.

Nach unserer Einschätzung ist der unternehmenseigene Betafaktor der German Values zudem auch unabhängig von den Ergebnissen der vorstehenden Analysen **kein** geeigneter Maßstab, um die mit der Abwicklung der German Values einhergehenden künftigen systematischen Risiken abzuleiten.

Im Ergebnis ist daher der Betafaktor der German Values nicht geeignet, die Risiken des Geschäftsmodells der German Values angemessen abzuschätzen.

<sup>28</sup> Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, S. 167 ff.; OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08; OLG Stuttgart, 17. März 2010, 20 W 9/08.

## **Peer Group-Analyse**

Der Bewertungsgutachter hat eine Peer Group von insgesamt 11 börsennotierten Vergleichsunternehmen ermittelt. Hierbei wurden börsennotierte Unternehmen identifiziert, die im Bereich der Gewerbeimmobilienentwicklung tätig sind.

Wir halten diesen Ansatz des Bewertungsgutachters im vorliegend Fall für nicht plausibel, da die Geschäftstätigkeit der German Values im Planungszeitraum lediglich auf die Abwicklung ausgerichtet ist und keine operatives Geschäft mehr besteht. Mithin besteht keine Übereinstimmung des operativen Risikos der Gesellschaft mit den Unternehmen der Peer Group.

Wir haben auf eine eigene Analyse zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes verzichtet, da keine ausschüttbaren Ergebnisse, die auf den Bewertungsstichtag zu kapitalisieren wären, zur Verfügung stehen.

### **4.4.2.4. Wachstumsabschlag**

Der Ansatz eines Wachstumsabschlages entfällt, da auf Grund der begrenzten Lebensdauer des Bewertungsobjektes keine Phase der ewigen Rente gegeben ist.

### **4.4.3. Ableitung des Ertragswerts**

Aus der Planung ergeben sich keine Nettozuflüsse an die Anteilseigner, die mit den periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätzen auf den Bewertungsstichtag zu kapitalisieren wären.

## **4.5. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen**

Neben dem Ertragswert aus dem betriebsnotwendigen Vermögen sind ggf. vorhandene Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen bei der Ermittlung des Unternehmenswertes zu berücksichtigen.

Die German Values hat erhebliche ertragsteuerliche Verlustvorträge. Diese stellen grundsätzlich einen Vermögenswert dar. Die Nutzung setzt aber voraus, dass künftig ertragsteuerpflichtige Gewinne in der Gesellschaft entstehen, mit denen die entsprechenden Verlustvorträge verrechenbar sind.

Da sich aus der Planung keine ertragsteuerpflichtigen Gewinne ergeben, wurde für die Verlustvorträge zutreffend kein Sonderwert angesetzt.

Eine ggf. mögliche Nutzung der ertragsteuerlichen Verlustvorträge nach Umwandlung der AG in eine GmbH und Fortführung der Unternehmenstätigkeit geht nicht in die Unternehmensbewertung der AG ein.

Wir haben auf Grundlage der Jahresabschlüsse der German Values und deren direkten und indirekten Tochterunternehmen sowie der erhaltenen Auskünfte keine Erkenntnisse über darüberhinausgehende wesentliche Sonderwerte oder nicht betriebsnotwendiges Vermögen.

#### **4.6. Unternehmenswert**

Der Unternehmenswert der German Values beträgt zum 13. Dezember 2023 € 0,00.

#### **4.7. Börsenkurs**

Im Rahmen der Ermittlung der Barabfindung der Anteilsinhaber nach § 207 Abs. 1 UmwG ist in Anwendung des Beschlusses des BVerfG<sup>29</sup> der Verkehrswert von börsennotierten Aktien nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln.<sup>30</sup>

Im Umwandlungsbericht wird ausgeführt, dass nach Analyse des Wirtschaftsprüfers der Börsenkurs als Mindestwert aufgrund fehlender Marktgängigkeit der Aktien nicht anwendbar ist.

Im Bewertungsgutachten wird ergänzend ausgeführt, dass die Aktien der Gesellschaft an der Börse Frankfurt während der letzten drei Monate vor dem 10. November 2023 von 67 Handelstagen an 12 Handelstagen tatsächlich gehandelt worden wären. Das durchschnittliche Handelsvolumen hätte bei 1.023 Aktien an Tagen mit Handel gelegen, was über die drei Monate 0,122 % der verfügbaren Aktienzahl von 10.033.585 entsprechen würde.

Fraglich ist, welche Anforderungen an die Marktgängigkeit von Aktien zum Ansatz des Börsenkurses als Wertuntergrenze zu setzen sind.

Das BVerfG fordert, dass ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben darf. Im Ergebnis ist die Abfindung so zu bemessen, dass die Aktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung erhalten hätten. Sofern der Ertragswert unter dem Börsenkurs liegt, ist grundsätzlich der Börsenkurs als Mindestgröße heranzuziehen,

---

<sup>29</sup> BVerfG v. 27. April 1999, 1-BvR-1613/94.

<sup>30</sup> Zur Anwendbarkeit der Rechtsprechung für die Bemessung der Abfindung für Anteilseigner bei Formwechsel siehe auch Zeidler, in Semler/Stengel/Leonard: Umwandlungsgesetz, 5. Aufl. 2021, UmwG § 208 Rn. 1 und UmwG § 30 Rn. 4 - 11.

wobei auf einen geeigneten Durchschnittskurs abzustellen ist. Eine Unterschreitung des Börsenkurses kommt nur dann in Betracht, wenn dieser ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Dies kann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktenge der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder der Börsenpreis manipuliert worden ist.

Nach dem Beschluss des BGH<sup>31</sup> vom 19. Juli 2010 ist der einer angemessenen Abfindung zugrunde zulegende Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines dreimonatigen Referenzzeitraums vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu ermitteln.

Bezüglich der Berücksichtigung des Börsenkurses der German Values haben wir nachfolgende Feststellungen getroffen:

Die German Values veröffentlichte auf ihrer Internetseite am 30. August 2023 um 19:00 Uhr und somit nach Handelsschluss das Verlangen eines Aktionärs, eine außerordentliche Hauptversammlung mit dem einzigen Tagesordnungspunkt „Umwandlung der Gesellschaft von einer Aktiengesellschaft in eine GmbH“ einzuberufen.<sup>32</sup> Ab dem 31. August 2023 ist der Börsenkurs der German Values somit mutmaßlich von Abfindungsspekulationen beeinflusst.

Für den Dreimonatszeitraum vor dem 31. August 2023, d.h. vom 31. Mai 2023 bis zum 30. August 2023 einschließlich, ermittelte die BaFin einen gültigen Mindestpreis nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG von € 1,27<sup>33</sup>.

Die Aktien der German Values werden seit dem 15. März 2000 unter der ISIN DE000A0L1NQ8 bzw. WKN A0L1NQ im regulierten Markt (General Standard) an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Zudem werden die Aktien in das elektronischen Handelssystem XETRA einbezogen und im Freiverkehr an den Börsenplätzen Düsseldorf, Stuttgart, München und Berlin gehandelt.

Wir haben für einen Zeitraum von drei Monaten vor dem 31. August 2023 ohne Berücksichtigung des Freiverkehrs einen umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Aktie der German Values in Höhe von € 1,27 ermittelt. Unter Einbezug auch des

---

<sup>31</sup> BGH v. 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09.

<sup>32</sup> <https://german-values.de/ad-hoc-mitteilungen/>, Abruf vom November 2023.

<sup>33</sup> Schreiben BaFin vom 4. Dezember 2023

Freiverkehr ergibt sich ebenfalls ein umsatzgewichteter durchschnittlicher Börsenkurs in Höhe von € 1,27.

Im Hinblick auf die Frage, ob ein hinreichend liquider Handel mit den Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat, haben wir geprüft, ob der Kurs der German Values ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt und deshalb nicht bei der Festsetzung einer Abfindung heranzuziehen ist.

In dem Zeitraum vom 31. Mai 2023 bis zum 30. August 2023 wurde an 44 von 66 Börsentagen ein Börsenkurs der Aktien der German Values festgestellt. Ein tatsächlicher Handel mit Aktien der German Values ergab sich an 29 Handelstagen. Das Handelsvolumen lag dabei im Mittel an Tagen mit Handel bei 555 Aktien, im Maximum bei 3.500 Aktien der German Values. Der volumengewichtete Tageskurs lag in dem betrachteten Zeitraum zwischen € 1,00 und € 1,80. Eine Abweichung mehrerer nacheinander festgestellter Börsenkurse um mehr als 5 % stellte sich im betrachteten Zeitraum 10-mal ein. Darüber hinaus fand im betrachteten Zeitraum längstens an vierzehn aufeinander folgenden Börsentagen kein Handel statt.<sup>34</sup>

Die in § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung aufgeführten Kriterien für die Berücksichtigung von Börsenkursen waren damit kumulativ eingehalten.

Wir haben keine Anzeichen für eine Marktengung i.S.d. § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung festgestellt, die gegen eine Berücksichtigung des Börsenkurses als Wertuntergrenze einer angemessenen Abfindung spräche.

Anzeichen, die für eine Manipulation des Börsenkurses sprächen, haben wir nicht festgestellt.

Der BGH<sup>62</sup> hält ein alleiniges Abstellen auf den durchschnittlichen Börsenkurs vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme dann nicht per se für sachgerecht, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. Dann soll der Börsenwert gegebenenfalls entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen sein. Der BGH sah einen Zeitraum von siebeneinhalb Monaten als längeren Zeitraum an.

---

<sup>34</sup> Als Datengrundlage dieser Feststellungen dienten öffentlich einsehbare Handelsdaten der Internetseite „www.ariva.de“. Betreiber der Internetseite ist die ARIVA.DE AG, Kiel.

<sup>62</sup> BGH v. 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09.

Der Zeitraum zwischen dem 31. August 2023 und der beabsichtigten Hauptversammlung der German Values am 13. Dezember 2023 beträgt weniger als 6 Monate.

Eine Hochrechnung des Börsenkurses ist vor diesem Hintergrund nicht erforderlich.

Im Ergebnis ist der von der BaFin festgestellte gültige Mindestpreis von € 1,27 als Wertuntergrenze für die Barabfindung der Anteilseigner heranzuziehen.

## **5. Besondere Schwierigkeiten der Bewertung**

Gemäß § 12 Abs. 2 Nr. 3 UmwG i.V.m. §§ 208 und 30 UmwG ist im Prüfungsbericht über besondere Schwierigkeiten zu berichten, die bei der Bewertung aufgetreten sind.

Wie stellen fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne von § 12 Abs. 2 Nr. 4 UmwG bei der Bewertung der German Values aufgetreten sind.

## **6. Festgelegte Barabfindung**

Die German Values dem Umwandlungsbericht vom 8. November 2023 zufolge eine Barabfindung für die ausscheidewilligen Aktionäre von € 0,10 je Aktie angeboten.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Der durch Herrn Wirtschaftsprüfer Prof. Dr. Knoll in der gutachtlichen Stellungnahme vom 26. September 2023 aus dem Ertragswert abgeleitete Unternehmenswert der German Values zum 30. August 2023 beträgt € 0,00. Hieraus ergibt sich ein rechnerischer Wert in Höhe von € 0,00 je Aktie.

Die auf Grund der geänderten Verhältnisse aktualisierte gutachtliche Stellungnahme von Herrn Prof. Dr. Knoll vom 4. Dezember 2023 kommt gleichfalls auf einen Unternehmenswert von € 0,00 zum Bewertungsstichtag 13. Dezember 2023.

Ein überschlägig ermittelter Liquidationswert der German Values liegt nicht über diesem Wert.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir auf Grundlage unserer ergänzenden, eigenständigen Analysen keine Anhaltspunkte dafür erhalten, dass vor dem Hintergrund des vom Vorstand der Gesellschaft verfolgten Abwicklungskonzepts und der Relevanz des Bewertungsstichtags sowie der grundsätzlichen Nichtberücksichtigung des Bewertungsanlasses für die Ermittlung der Höhe der Abfindung, ein positiver Ertrags- oder Liquidationswert der Gesellschaft abzuleiten wäre.

Der rechnerische durchschnittliche Börsenkurs für einen dreimonatigen Zeitraum vor dem Tag der Mitteilung über den beabsichtigten Formwechsel, dem 31. August 2023, beträgt € 1,27 je Aktie und liegt damit oberhalb des ermittelten Unternehmenswerts je Aktie.

Im Ergebnis stellen wir auf Basis der vorliegenden Rechtsprechung zur Berücksichtigung von Börsenkursen als Wertuntergrenze daher fest, dass die von der German Values festgelegte Barabfindung in Höhe von € 0,10 je Aktie nicht angemessen ist.

## **7. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung**

Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der German Values Property Group AG, Leipzig, angebotenen Barabfindung für den Formwechsel der German Values Property Group AG, Leipzig, in eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung geprüft.

Wir geben gemäß § 208 UmwG i.V.m. § 30 Abs. 2 und § 12 UmwG folgende abschließende Erklärung ab:

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der German Values Property Group AG, Leipzig, angebotene Barabfindung für ausscheidewillige Anteilsinhaber in Höhe von € 0,10 je Aktie nicht angemessen. Bei der Bemessung der Barabfindung wurde unzulässigerweise nicht auf den höheren Börsenkurs abgestellt.“

Düsseldorf, den 13. Dezember 2023

Baker Tilly GmbH & Co. KG  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
(Düsseldorf)

Jochen Reinke  
Wirtschaftsprüfer

Sylvia Fischer  
Wirtschaftsprüferin

## Anlagenverzeichnis

- Anlage 1**      Beschluss des Landgerichtes Leipzig vom 23. Oktober 2023 zur Bestellung der Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zum sachverständigen Prüfer
- Anlage 2**      Abkürzungsverzeichnis
- Anlage 3**      Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften



Aktenzeichen: **01 HK O 2306/23**

## BESCHLUSS

In dem Rechtsstreit

**German Values Property Group AG**, Tröndlinring 9, 04105 Leipzig  
vertreten durch den Vorstand Olaf Christian Bank

- Antragstellerin -

wegen Bestellung eines Prüfers

erlässt die 1. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Leipzig durch

Vorsitzenden Richter am Landgericht Jolas als Vorsitzenden

am 23.10.2023

### nachfolgende Entscheidung:

1. Auf Antrag der Antragstellerin wird nach § 208 i.V.m. § 30 Abs. 2 und § 10 UmwG zur Prüfung der Angemessenheit einer den Aktionären der Antragstellerin für den Formwechsel der Antragstellerin anzubietenden Barabfindung die

Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
(Ansprechpartner: Wirtschaftsprüfer Jochen Reinke)  
Cecilienallee 6-7  
40474 Düsseldorf

als Prüfer bestellt.

2. Der Geschäftswert des Verfahrens wird auf 50.000,00 EUR festgesetzt.

weitig erledigt hat eingelegt wird.

Ist der Streitwert später als einen Monat vor Ablauf dieser Frist festgesetzt worden, kann sie noch innerhalb eines Monats nach Zustellung oder formloser Mitteilung des Festsetzungsbeschlusses eingelegt werden.

Die Beschwerde ist bei dem

**Landgericht Leipzig**  
**Harkortstraße 9**  
**04107 Leipzig**

einzulegen.

Die Beschwerde wird durch Einreichung einer Beschwerdeschrift oder zur Niederschrift der Geschäftsstelle eingelegt. Die Beschwerde kann auch zur Niederschrift der Geschäftsstelle eines anderen Amtsgerichts erklärt werden; die Frist ist jedoch nur gewahrt, wenn die Niederschrift rechtzeitig bei dem oben genannten Gericht eingeht.

Die Beschwerde kann auch als elektronisches Dokument eingereicht werden. Das elektronische Dokument muss für die Bearbeitung durch das Gericht gemäß §§ 2 und 5 der Elektronischer-Rechtsverkehr-Verordnung (ERVV) geeignet sein.

Eine einfache E-Mail genügt den gesetzlichen Anforderungen nicht. Rechtsbehelfe, die durch einen Rechtsanwalt, durch eine Behörde oder durch eine juristische Person des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihr zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse eingereicht werden, sind als elektronisches Dokument einzureichen. Das elektronische Dokument muss

1. mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen sein und gemäß § 4 ERVV übermittelt werden, wobei mehrere elektronische Dokumente nicht mit einer gemeinsamen qualifizierten elektronischen Signatur übermittelt werden dürfen, oder
2. von der verantwortenden Person signiert und auf einem der sicheren Übermittlungswege, die in § 130a Abs. 4 der Zivilprozessordnung abschließend aufgeführt sind, eingereicht werden.

Informationen hierzu können über das Internetportal [https://justiz.de/laender-bund-europa/elektronische\\_kommunikation/index.php](https://justiz.de/laender-bund-europa/elektronische_kommunikation/index.php) aufgerufen werden.

Jolas  
Vorsitzender Richter am  
Landgericht

Für die Richtigkeit der Abschrift:

Leipzig, 24.10.2023

Ließ

Justizbeschäftigte

als Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle



## Anlage 2 – Abkürzungsverzeichnis

<i>%</i>	<i>Prozent</i>
<i>&amp;</i>	<i>und</i>
<i>€</i>	<i>Euro</i>
<i>§</i>	<i>Paragraf</i>
<i>a.o. Ergebnis</i>	<i>außerordentliches Ergebnis</i>
<i>AAB</i>	<i>Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017</i>
<i>Abs.</i>	<i>Absatz</i>
<i>AG</i>	<i>Aktiengesellschaft</i>
<i>AktG</i>	<i>Aktiengesetz</i>
<i>AO</i>	<i>Abgabenordnung</i>
<i>Aufl.</i>	<i>Auflage</i>
<i>Az.</i>	<i>Aktenzeichen</i>
<i>BaFin</i>	<i>Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht</i>
<i>Baker Tilly</i>	<i>Baker Tilly GmbH &amp; Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft</i>
<i>berein.</i>	<i>bereinigt</i>
<i>Beschl.</i>	<i>Beschluss</i>
<i>Bewertungsgutachten</i>	<i>Gutachtliche Stellungnahme über den Unternehmenswert zum 31. August 2023 vom 26. September 2023 des Wirtschaftsprüfers, Prof. Dr. Heinz-Christian Knoll, München</i>

*Aktualisiertes  
Bewertungsgutachten*

*Gutachtliche Stellungnahme über den Unterneh-  
menswert zum 13. Dezember 2023 vom 4. De-  
zember 2023 des Wirtschaftsprüfers, Prof. Dr.  
Heinz-Christian Knoll, München*

*BGH*

*Bundesgerichtshof*

*BIP*

*reales Bruttoinlandsprodukt*

*BVerfG*

*Bundesverfassungsgericht*

*bzw.*

*beziehungsweise*

*CAPM*

*Capital Asset Pricing Model*

*CDAX*

*Composite DAX*

*d.h.*

*das heißt*

*Dr.*

*Doktor*

*DRS*

*Deutscher Rechnungslegungsstandard*

*e.V.*

*eingetragener Verein*

*EBIT*

*Earnings Before Interest and Taxes [operatives  
Ergebnis]*

*EBITDA*

*Earnings Before Interest and Taxes, Depreciation  
and Amortization [operatives Ergebnis vor Ab-  
schreibungen]*

*EBT*

*Earnings Before Taxes [Ergebnis vor Steuern]*

*EstG*

*Einkommensteuergesetz*

*EU*

*Europäische Union*

*EuGH*

*Europäischer Gerichtshof*

*EZB*

*Europäische Zentralbank*

*f./ff.*

*folgende/fortfolgende*

<i>FAUB</i>	<i>Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft</i>
<i>gem.</i>	<i>gemäß</i>
<i>German Values</i>	<i>German Values Property Group AG, Leipzig</i>
<i>German Values-Gruppe</i>	<i>German Values Konzern mit direkt und indirekten Beteiligungen</i>
<i>ggf.</i>	<i>gegebenenfalls</i>
<i>GmbH</i>	<i>Gesellschaft mit beschränkter Haftung</i>
<i>GuV</i>	<i>Gewinn- und Verlustrechnung</i>
<i>GVP</i>	<i>German Values Property</i>
<i>HGB</i>	<i>Handelsgesetzbuch</i>
<i>HRB</i>	<i>Handelsregister Abteilung B</i>
<i>i.V.m.</i>	<i>in Verbindung mit</i>
<i>IDW</i>	<i>Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.</i>
<i>IDW S 1</i>	<i>Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Institutes der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1) in der Fassung vom 2. April 2008, Stand vom 4. Juli 2016</i>
<i>IfW</i>	<i>Kiel Institut für Weltwirtschaft</i>
<i>IMF</i>	<i>Internationalen Währungsfonds (International Monetary Fund)</i>
<i>inkl.</i>	<i>Inklusive</i>
<i>insb.</i>	<i>Insbesondere</i>
<i>ISIN</i>	<i>International Securities Identification Number [Internationale Wertpapierkennnummer]</i>

<i>LG</i>	<i>Landgericht</i>
<i>m.w.N.</i>	<i>mit weiteren Nachweisen</i>
<i>Mio.</i>	<i>Millionen</i>
<i>Mrd.</i>	<i>Milliarden</i>
<i>MüKo</i>	<i>Münchener Kommentar</i>
$\emptyset$	<i>Durchschnitt</i>
<i>OLG</i>	<i>Oberlandesgericht</i>
<i>p.a.</i>	<i>per annum [pro Jahr]</i>
<i>pers.</i>	<i>Persönliche(n)</i>
<i>pers. St.</i>	<i>Persönliche(n) Steuern</i>
<i>Prof.</i>	<i>Professor</i>
$R^2$	<i>Bestimmtheitsmaß</i>
<i>rd.</i>	<i>rund</i>
<i>Rn.</i>	<i>Randnummer</i>
<i>S.</i>	<i>Seite(n)/Satz</i>
<i>s.o.</i>	<i>siehe oben</i>
<i>sog.</i>	<i>sogenannte(-r, -s)</i>
<i>S&amp;P Capital IQ</i>	<i>S&amp;P Global Market Intelligence</i>
<i>T€</i>	<i>tausend Euro</i>
<i>Tsd.</i>	<i>tausend</i>
<i>TV</i>	<i>Terminal Value [Ewige Rente]</i>

<i>Tz.</i>	<i>Textziffer</i>
<i>u.a.</i>	<i>unter anderem</i>
<i>UmwG</i>	<i>Umwandlungsgesetz</i>
<i>unv.</i>	<i>unverschuldet</i>
<i>USA</i>	<i>United States of America</i>
<i>usw.</i>	<i>und so weiter</i>
<i>v.</i>	<i>vom</i>
<i>vgl.</i>	<i>vergleiche</i>
<i>WPg</i>	<i>IDW, Die Wirtschaftsprüfung</i>
<i>WPH</i>	<i>IDW, WP Handbuch</i>
<i>WpÜG</i>	<i>Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz</i>
<i>Ziff.</i>	<i>Ziffer</i>
<i>zzgl.</i>	<i>zuzüglich</i>

# Allgemeine Auftragsbedingungen

## für

### Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

#### 1. Geltungsbereich

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

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

#### 2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

#### 3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

#### 4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

#### 5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags schriftlich darzustellen hat, ist alleine diese schriftliche Darstellung maßgebend. Entwürfe schriftlicher Darstellungen sind unverbindlich. Sofern nicht anders vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie schriftlich bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

#### 6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

#### 7. Mängelbeseitigung

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

(2) Der Anspruch auf Beseitigung von Mängeln muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Ansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

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

#### 8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

#### 9. Haftung

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

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt.

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

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

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

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

## 10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

## 11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 12. Elektronische Kommunikation

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

## 13. Vergütung

(1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und 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.