

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit von  
Ausgleich (§ 304 AktG) und Abfindung (§ 305 AktG)  
in dem Beherrschungsvertrag zwischen der  
**Deutsche Wohnen AG**, Frankfurt am Main,  
und der  
**GSW Immobilien AG**, Berlin

Ablichtung/Ansichtsexemplar des im Original vorliegenden Berichts. Maßgeblich ist ausschließlich die in beleggebundener Form vorliegende Fassung sowie die im Original gesiegelte und unterzeichnete Erklärung zur Angemessenheit der Barabfindung. Der elektronische wie der beleggebundene Bericht richtet sich unbeschadet eines etwaigen, gesetzlich begründeten Rechts Dritter zum Empfang oder zur Einsichtnahme ausschließlich an Organe des Unternehmens. Eine Weitergabe an Dritte ist grundsätzlich nicht gestattet, es sei denn, MAZARS hat der Weitergabe im Rahmen der Auftragsvereinbarung mit dem Unternehmen ausdrücklich zugestimmt.

<b>Inhaltsverzeichnis</b>	<b><u>Seite</u></b>
<b>A. Auftrag und Auftragsdurchführung</b>	<b>1</b>
<b>B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung</b>	<b>6</b>
<b>C. Prüfung der Angemessenheit des Ausgleiches und der Abfindung</b>	<b>8</b>
I. Inhalt des Beherrschungsvertrages	8
1. Beteiligte Gesellschaften	8
2. Leitung und Weisungen	8
3. Verlustübernahme	8
4. Ausgleich	9
5. Abfindung	10
6. Wirksamkeit und Dauer	11
7. Ergebnis	11
II. Art des Ausgleiches und der Abfindung	11
1. Ausgleich gemäß § 304 AktG	11
2. Abfindung gemäß § 305 AktG	12
III. Angaben zur Bewertungsmethodik	13
1. Bewertungsgrundsätze	13
1.1 Vorbemerkungen	13
1.2 Ertragswert	13
1.3 Net Asset Value	15
1.4 Liquidationswert	16
1.5 Substanzwert	16
1.6 Vergleichsorientierte Bewertung	17
1.7 Börsenkurs	17
2. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung des Ausgleiches	19
3. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Abfindung	19
IV. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen	20
1. Ermittlung der Unternehmenswerte anhand des Ertragswertverfahrens	20
1.1 Vorgehensweise	20
1.2 Bewertungsobjekte	20
1.3 Bewertungsstichtag	27
1.4 Bewertungsverfahren	28
1.5 Vergangenheitsbereinigung	29

1.6	Synergien	32
1.7	Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse GSW	34
1.7.1	Zugrundeliegende Planung und Planungsprozess	34
1.7.2	Planungstreue	36
1.7.3	Planungsplausibilisierung	37
1.7.4	Finanzergebnis	60
1.7.5	Unternehmenssteuern	61
1.7.6	Minderheitenanteile	62
1.7.7	Erwartete Nettoausschüttungen	62
1.7.8	Zu kapitalisierende Ergebnisse	64
1.8	Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse Deutsche Wohnen	65
1.8.1	Zugrundeliegende Planung und Planungsprozess	65
1.8.2	Planungstreue	66
1.8.3	Planungsplausibilisierung	67
1.8.4	Finanzergebnis	81
1.8.5	Unternehmenssteuern	82
1.8.6	Minderheitenanteile	82
1.8.7	Erwartete Nettoausschüttungen	82
1.8.8	Zu kapitalisierende Ergebnisse	85
1.9	Kapitalisierungszinssatz	86
1.10	Unternehmenswert der GSW	98
1.11	Unternehmenswert der Deutsche Wohnen	100
1.12	Umtauschverhältnis	102
1.13	Plausibilisierung der Unternehmenswerte	103
2.	Angemessenheit des Ausgleiches und der Abfindung	107
2.1	Börsenkurse	107
2.2	Maßgeblicher Referenzzeitraum	109
2.3	Relevanz des Börsenkurses	110
2.4	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	112
2.5	Abfindung und Ausgleich	112
<b>D.</b>	<b>Abschließende Erklärung zur Angemessenheit des vorgeschlagenen Ausgleiches und der vorgeschlagenen Abfindung</b>	<b>118</b>

## Anlagen

1. Beschluss des Landgerichts Berlin zur Bestellung von MAZARS GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zur gemeinsamen Vertragsprüferin hinsichtlich der Angemessenheit von Ausgleich (§ 304 AktG) und Abfindung (§ 305 AktG) im Beherrschungsvertrag
2. Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages
3. Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2002

## Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
adj.	Adjusted
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AktZ	Aktenzeichen
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
Bloomberg LP	Bloomberg LP, London/Großbritannien
bspw.	beispielsweise
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvR	Bundesverfassungsrichter
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
c.p.	ceteris paribus
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
d.h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktien Index
DCF	Discounted Cash-Flow
Deutsche Wohnen	Deutsche Wohnen AG, Frankfurt am Main
e.V.	eingetragener Verein
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
Est	Einkommensteuer
etc.	et cetera
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EZB	Europäische Zentralbank
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
ff.	fortfolgende
FFO	Funds From Operations

GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
ggf.	gegebenenfalls
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GSW	GSW Immobilien AG, Berlin
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregisterblatt
Hrsg.	Herausgeber
i.d.F.	in der Fassung
i.L.	in Liquidation
i.S.d.	im Sinne des
i.V.m.	in Verbindung mit
IDW S 1	Standard IDW S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ Stand 2. April 2008
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer e.V.
IFRS	International Financial Reporting Standards
Inc	Incorporated
inkl.	Inclusive
IPO	Initial public offering
ISIN	International Securities Identification Number
IT	Information technology
KG	Kommanditgesellschaft
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
LP	Limited Partnership
LTIP	Long Term Incentive Plan
mbH	mit beschränkter Haftung
Mio.	Million
Mrd.	Milliarde
MSCI	Morgan Stanley Capital International
N.V.	Naamloze vennootschap / Aktiengesellschaft
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
o.g.	oben genannt
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum
ppa.	per procura
Q	Quartal
rd.	rund

S.	Seite
SA	Société anonyme / Aktiengesellschaft
S.à r.l.	Société à responsabilité limitée
SE	Societas Europaea / Europäische Gesellschaft
sog.	sogenannte (r)
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
Tax-CAPM	Tax-Capital Asset Pricing Model
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
u.E.	unseres Erachtens
UmwG	Umwandlungsgesetz
UW	Gesamtunternehmenswert
vgl.	vergleiche
Vj	Vorjahr
WKTG	Warth & Klein Grant Thornton AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf
WPg	Die Wirtschaftsprüfung, Fachzeitschrift
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WPO	Wirtschaftsprüferordnung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z.B.	zum Beispiel
zzgl.	zuzüglich

## **A. Auftrag und Auftragsdurchführung**

Die

**Deutsche Wohnen AG**, Frankfurt am Main  
(im Folgenden auch kurz „Deutsche Wohnen“),

und die

**GSW Immobilien AG**, Berlin  
(im Folgenden auch kurz „GSW“),

beabsichtigen, einen Beherrschungsvertrag gemäß § 291 AktG zwischen der Deutsche Wohnen als herrschendem Unternehmen und der GSW als beherrschtem Unternehmen abzuschließen. Die Absicht wurde am 7. März 2014 von der Deutsche Wohnen und der GSW bekanntgegeben. Über den Abschluss des Beherrschungsvertrages sollen die ordentlichen Hauptversammlungen der Deutsche Wohnen am 11. Juni 2014 bzw. der GSW am 18. Juni 2014 beschließen.

Den außenstehenden Aktionären der GSW soll ein Angebot auf Erwerb ihrer Aktien gegen Abfindung (§ 305 AktG) in Form von neu auszugebenden Aktien der Deutsche Wohnen gemacht und für die Dauer des Beherrschungsvertrages ein fester Ausgleich in Form einer Garantiedividende (§ 304 AktG) gewährt werden.

Gemäß § 293b Abs. 1 AktG ist der Beherrschungsvertrag auf Antrag der Vorstände der vertragsschließenden Gesellschaften durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Einen solchen Antrag haben die Deutsche Wohnen und die GSW als vertragschließende Gesellschaften gestellt.

Durch Beschluss des Landgerichts Berlin vom 18. März 2014 (Anlage 1) wurde die MAZARS GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zur gemeinsamen Vertragsprüferin hinsichtlich der Angemessenheit von Ausgleich (§ 304 AktG) und Abfindung (§ 305 AktG) in dem Beherrschungsvertrag bestellt, welchen die Antragstellerinnen abzuschließen beabsichtigen.

Die Deutsche Wohnen hält ausweislich eines Depotauszuges der Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main, zum 15. April 2014 unmittelbar 52.154.429 der insgesamt 56.676.960 auf den Inhaber lautenden Stückaktien der GSW. Dementsprechend beträgt der Anteil der Deutsche Wohnen an dem stimmberechtigten Grundkapital der GSW rd. 92,02%.

Bei der Ermittlung des angemessenen Ausgleiches und der angemessenen Abfindung haben sich die Vorstände der Deutsche Wohnen und der GSW der sachverständigen Unterstützung durch die Warth & Klein Grant Thornton AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf (im Folgenden auch „Bewertungsgutachterin“ oder „WKGT“), bedient, die hierzu unter dem Datum vom 23. April 2014 eine gutachtliche Stellungnahme abgegeben hat. Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir in die Bewertungsunterlagen Einsicht genommen und die Bewertung rechnerisch anhand des Bewertungsmodells von WKGT und unseres eigenen Bewertungsmodells nachvollzogen.

Wir haben unsere Prüfung am 26. März 2014 aufgenommen und im Wesentlichen in unseren Büroräumen in Düsseldorf, bei WKGT in Düsseldorf sowie bei der Deutsche Wohnen und der GSW in Berlin bis zum 25. April 2014 durchgeführt. Unsere Prüfung erfolgte dabei zeitlich sowohl nachgelagert als auch parallel zu den Arbeiten der Bewertungsgutachterin. Dabei haben wir die Prüfungshandlungen nach Fertigstellung und Vorlage von Teilergebnissen durch die Bewertungsgutachterin vorgenommen. Unser Prüfungsurteil haben wir unabhängig und eigenverantwortlich gefällt. Einzelne Punkte wurden im Verlauf der Prüfung eingehend diskutiert. Unterschiedliche Auffassungen mit Einfluss auf das Bewertungsergebnis bestanden nicht.

Für die Prüfung standen insbesondere nachfolgende Unterlagen zur Verfügung:

- Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages zwischen der Deutsche Wohnen und der GSW mit Datum vom 24. April 2014;
- Finaler Entwurf des gemeinsamen Berichtes des Vorstandes der Deutsche Wohnen und des Vorstandes der GSW gemäß § 293a AktG über einen Beherrschungsvertrag („Vertragsbericht“) mit Datum vom 24. April 2014;
- Vom Vorstand verabschiedete Unternehmensplanung der GSW für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016;
- Vom Vorstand verabschiedete Unternehmensplanung der Deutsche Wohnen für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016;
- Gutachtliche Stellungnahme der WKGT zur Ermittlung der Unternehmenswerte der GSW und der Deutsche Wohnen zum 18. Juni 2014 als Grundlage zur Bestimmung der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG sowie des angemessenen Ausgleiches gemäß § 304 AktG im Rahmen des beabsichtigten Beherrschungsvertrages zwischen beiden Gesellschaften einschließlich vorangegangener Entwürfe vom 23. April 2014;
- Bewertungsmodell der WKGT zur Ermittlung der relevanten Bewertungsparameter und der angemessenen Abfindung und des Ausgleiches;
- Handelsregisterauszüge der GSW und der Deutsche Wohnen vom 14. April 2014 bzw. 17. April 2014;
- Satzungen der GSW und der Deutsche Wohnen in den Fassungen vom 14. April 2014 bzw. 27. November 2013;

- Geschäftsberichte der GSW und der Deutsche Wohnen für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013;
- Berichte über die Prüfung der IFRS-Konzernabschlüsse und der Konzernlageberichte der GSW zum 31. Dezember 2011, 2012 und 2013 der PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin;
- Berichte über die Prüfung der IFRS-Konzernabschlüsse und der Konzernlageberichte der Deutsche Wohnen zum 31. Dezember 2011, 2012 und 2013 der Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin;
- Informationen über einmalige Ergebniseffekte in den Geschäftsjahren 2011, 2012, und 2013 für die GSW und die Deutsche Wohnen;
- Ermittlung der gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenpreise der GSW und der Deutsche Wohnen gemäß WpÜG durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) für den dreimonatigen Zeitraum vor dem 7. März 2014;
- diverse Marktstudien.

Weitere Auskünfte wurden uns im Wesentlichen von Herrn Wittan (Mitglied des Vorstandes der Deutsche Wohnen und der GSW) sowie weiteren von ihm benannten Mitarbeitern der Deutsche Wohnen und GSW erteilt. Darüber hinaus haben wir auf öffentlich zugängliche Informationen sowie Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.

Die als Bewertungsbasis dienenden Unternehmensplanungen sowie Arbeitspapiere zur Bewertung haben wir erhalten, mit den Vorständen der GSW und Deutsche Wohnen und den von ihnen benannten Auskunftspersonen und der Bewertungsgutachterin in den Büroräumen der Deutsche Wohnen und der GSW in Berlin und der WKGT in Düsseldorf in Gesprächen sowie in Telefonkonferenzen erörtert und auf ihre Plausibilität überprüft. Die Vorstände der GSW und der Deutsche Wohnen sind personenidentisch.

Die gutachtliche Stellungnahme von WKGT und der Beherrschungsvertrag haben uns vor ihrer Fertigstellung bereits als Entwürfe vorgelegen. Wir haben die Ergebnisse der Bewertung eingehend mit Vertretern von WKGT diskutiert. Unsere Arbeiten umfassten insbesondere die Untersuchung der Planungsunterlagen auf ihre Plausibilität. Diese und weitere Prüfungshandlungen, insbesondere das rechnerische Nachvollziehen der Bewertung und die Prüfung der methodischen Konsistenz des Bewertungsmodells, haben wir in unseren Büroräumen in Düsseldorf sowie bei WKGT in Düsseldorf vorgenommen. Wir haben darüber hinaus eine eigenständige Ermittlung des angemessenen Ausgleiches und der Abfindung in einem eigenen Bewertungsmodell durchgeführt. Mit diesem Bericht fassen wir das Ergebnis unserer Prüfung zusammen und legen dar, auf Basis welcher einzelnen Prüfungsunterlagen, Analysen und Überlegungen wir zu unserem Prüfungsergebnis gekommen sind.

Alle erbetenen Unterlagen, Auskünfte, Erläuterungen und Informationen sind uns erteilt worden. Die Vorstände der Deutsche Wohnen und der GSW haben uns gegenüber jeweils eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns sämtliche für unsere Prüfung relevanten Informationen und Unterlagen zur Verfügung gestellt worden sind und dass diese richtig und vollständig sind.

Die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Inhalt des Beherrschungsvertrages liegt bei der GSW und der Deutsche Wohnen.

Bei unserer Prüfung haben wir die Stellungnahme des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf, IDW-Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen mit Stand vom 2. April 2008 (IDW S 1 i.d.F. 2008) beachtet.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Konzern- bzw. Jahresabschlüsse sowie der Lageberichte oder der Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind nicht Gegenstand unserer Prüfung des Ausgleiches und der Abfindung. Die Abschlussprüfer haben die Konzernabschlüsse der Gesellschaften für die Stichtage zum 31. Dezember 2011, 2012 und 2013 mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk testiert. Hinsichtlich der Vollständigkeit der uns vorliegenden Jahres- und Konzernabschlüsse sowie Lageberichte und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir insofern von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 25. April 2014 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der beabsichtigten Hauptversammlung der GSW am 18. Juni 2014 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf die Bemessung des Ausgleiches und der Abfindung auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.

Dieser Prüfungsbericht wurde ausschließlich im Zusammenhang mit dem beabsichtigten Abschluss eines Beherrschungsvertrages gemäß § 291 AktG zwischen der Deutsche Wohnen und der GSW erstellt und darf ausschließlich für diese Zwecke verwendet werden. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der Hauptversammlungen der Deutsche Wohnen und der GSW, in der jeweils über den Abschluss des Beherrschungsvertrages entschieden wird, einschließlich dessen Veröffentlichung auf den Internetseiten der Gesellschaften, Versendung an die Aktionäre auf Verlangen und der Auslage im Vorfeld sowie in den beschlussfassenden Hauptversammlungen sowie die Vorlage beim jeweils zuständigen Gericht. Er ist nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für andere als die zuvor genannten Zwecke bestimmt. Ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung darf dieser außerhalb der vorgesehenen Zwecke nicht an Dritte weitergegeben werden.

Für die Durchführung unseres Auftrages und unserer Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage 3 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2002 maßgebend. Wir weisen insbesondere auf Ziffer 9 (2) der Allgemeinen Auftragsbedingungen hin, wonach in Fällen denkbarer Schäden, die auf Fahrlässigkeit beruhen, der Haftungsrahmen nach § 54a Abs. 1 N. 2 WPO auf EUR 4 Mio. beschränkt ist. Der vorgenannte Haftungshöchstbetrag steht insgesamt nur einmal für alle etwaigen Anspruchsberechtigten zur Verfügung.

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

## **B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung**

Der Gegenstand und der Umfang unserer Prüfung ergeben sich aus den §§ 293b und 293e AktG. Gemäß § 293b Abs. 1 AktG ist Gegenstand der Prüfung der Beherrschungsvertrag zwischen der Deutsche Wohnen und der GSW, der als finaler Entwurf vom 24. April 2014 vorgelegen hat. Die Prüfung erstreckt sich insbesondere auf die Angemessenheit des Ausgleiches nach § 304 AktG und der Abfindung nach § 305 AktG.

Der gemäß § 293c Abs. 1 AktG bestellte Vertragsprüfer hat gemäß § 293e AktG über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung abzuschließen, ob der festgelegte Ausgleich und die festgelegte Abfindung angemessen sind. Dabei ist im Prüfungsbericht anzugeben:

- nach welchen Methoden der Ausgleich und die Abfindung ermittelt worden sind,
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist,
- welcher Ausgleich oder 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 Bestimmung des festgelegten Ausgleiches oder der festgelegten Abfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung des Unternehmens aufgetreten sind.

Die Angemessenheit des Ausgleiches und der Abfindung lässt sich aufgrund einer Überprüfung der Unternehmensbewertung beurteilen, die die Grundlage für die Ableitung des Ausgleiches und der Abfindung darstellt. Als Abfindung ist die Gewährung von Aktien der Deutsche Wohnen im Umtausch gegen Aktien der GSW vorgesehen. Daher wird zur Berechnung der Abfindung sowohl der Unternehmenswert der GSW als auch der Deutsche Wohnen benötigt. Der Prüfer hat daher die dem Ausgleich und der Abfindung zugrunde liegende Bewertung sowohl der GSW als auch der Deutsche Wohnen hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und der inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Bewertung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die wertrelevanten Parameter sachgerecht abgeleitet sind und die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir über die vorgenannten Prüfungshandlungen hinaus eine eigenständige Ermittlung des angemessenen Ausgleiches und der angemessenen Abfindung durch Abbildung sämtlicher Bestimmungsgrößen in eigenen Bewertungsmodellen durchgeführt.

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

Soweit die Zustimmung der Hauptversammlung zum Unternehmensvertrag erforderlich ist, hat gemäß § 293a AktG der Vorstand jeder an einem Unternehmensvertrag beteiligten Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien einen ausführlichen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem der Abschluss des Unternehmensvertrages, der Vertrag im Einzelnen und insbesondere Art und Höhe des Ausgleiches nach § 304 AktG und der Abfindung nach § 305 AktG rechtlich und wirtschaftlich erläutert und begründet werden. Auf besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung der vertragsschließenden Unternehmen sowie auf die Folgen für die Beteiligung der Aktionäre ist hinzuweisen. Entsprechend § 293a AktG haben der Vorstand der Deutsche Wohnen und der Vorstand der GSW einen gemeinsamen Bericht erstellt.

Im Rahmen unserer Tätigkeit haben wir uns mit dem finalen Entwurf des gemeinsamen Vertragsberichtes befasst, soweit er wesentliche Angaben über den Prüfungsgegenstand, die methodische und rechnerische Erläuterung und Begründung der Unternehmenswerte der GSW und der Deutsche Wohnen und die darauf aufbauende Ableitung des Ausgleiches und der Abfindung enthält. Im Übrigen waren die Vollständigkeit und Richtigkeit des finalen Entwurfes des gemeinsamen Berichtes des Vorstandes der Deutsche Wohnen und des Vorstandes der GSW über den Beherrschungsvertrag, ebenso wie die Zweckmäßigkeit des Beherrschungsvertrages, nicht Gegenstand unserer Prüfung. Eine weitergehende rechtliche Prüfung haben wir nicht vorgenommen.

## **C. Prüfung der Angemessenheit des Ausgleiches und der Abfindung**

### **I. Inhalt des Beherrschungsvertrages**

Der gesellschaftsrechtlich erforderliche Mindestinhalt eines Beherrschungsvertrages ergibt sich aus den §§ 291 ff. AktG. Die Prüfung der Einhaltung der aktienrechtlichen Grundsätze durch den Unternehmensvertrag bezieht sich daher auf die allgemeinen Angaben zu den Vertragsparteien, die Feststellung des Vertragsgegenstandes, den Beginn und die Dauer des Vertrages sowie die Vereinbarungen zu Ausgleich und Abfindung.

Zum notwendigen Mindestinhalt des uns zur Prüfung vorgelegten finalen Entwurfes des Beherrschungsvertrages vom 24. April 2014 stellen wir Folgendes fest:

#### **1. Beteiligte Gesellschaften**

Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften werden im finalen Entwurf des Beherrschungsvertrages genannt.

#### **2. Leitung und Weisungen**

Die GSW unterstellt gemäß § 1 des finalen Entwurfes des Beherrschungsvertrages die Leitung ihrer Gesellschaft der Deutsche Wohnen. Die Deutsche Wohnen ist demgemäß berechtigt, dem Vorstand der GSW hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft sowohl allgemeine als auch auf Einzelfälle bezogene Weisungen zu erteilen. Die Deutsche Wohnen ist nicht berechtigt, dem Vorstand der GSW die Weisung zu erteilen, diesen Vertrag zu ändern, aufrechtzuerhalten oder zu beenden. Der Vorstand der GSW ist verpflichtet, den Weisungen der Deutsche Wohnen Folge zu leisten.

Mit dieser Regelung wird den Vorgaben der §§ 291 Abs. 1 S.1, 299 und 308 AktG entsprochen.

#### **3. Verlustübernahme**

Der finale Entwurf des Beherrschungsvertrages sieht in § 3 eine Verlustübernahme gemäß den Vorschriften des § 302 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung durch die Deutsche Wohnen vor. Die Verpflichtung zur Verlustübernahme besteht erstmals für das gesamte Geschäftsjahr, in dem der Vertrag wirksam wird.

Die Vertragsparteien haben demnach eine Ausgleichsverpflichtung der Deutsche Wohnen gegenüber der GSW nach der Maßgabe des § 302 Abs. 1 AktG vereinbart.

#### 4. Ausgleich

Die Deutsche Wohnen garantiert gemäß § 4 Abs. 1 des finalen Entwurfes des Beherrschungsvertrages den außenstehenden Aktionären der GSW für die Dauer des Vertrages einen jährlichen festen Ausgleich in Form einer Garantiedividende, erstmals für das Geschäftsjahr, in dem der Vertrag wirksam wird. Endet der Vertrag während des laufenden Geschäftsjahres der GSW oder bildet die GSW während des Zeitraumes für den die Verpflichtung zur Verlustübernahme gemäß § 3 Abs. 1 des finalen Entwurfes des Beherrschungsvertrages gilt, ein Rumpfgeschäftsjahr, vermindert sich die Ausgleichsleistung zeitanteilig.

Die Garantiedividende entspricht gemäß § 4 Abs. 2 des finalen Entwurfes des Beherrschungsvertrages pro Geschäftsjahr der GSW und für jede auf den Inhaber lautende Aktie der GSW mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils EUR 1,00 brutto EUR 1,66 („Bruttoausgleich“) abzüglich des Betrages etwaiger Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz („Nettoausgleich“). Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des geplanten Abschlusses des Beherrschungsvertrages gelangen auf den Bruttoausgleich 15 % Körperschaftsteuer zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag, das sind rund EUR 0,26 je Stückaktie der GSW, zum Abzug. Daraus ergibt sich nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des geplanten Abschlusses dieses Vertrages ein Nettoausgleich in Höhe von EUR 1,40 je Stückaktie der GSW für ein volles Geschäftsjahr der GSW.

Soweit die für ein Geschäftsjahr durch die GSW gezahlte Dividende (einschließlich eventueller Abschlagszahlungen) je Stückaktie der GSW hinter dem Nettoausgleich zurückbleibt, wird die Deutsche Wohnen jedem außenstehenden Aktionär der GSW den entsprechenden Differenzbetrag je Stückaktie zahlen.

Für den Fall von Kapitalmaßnahmen der Deutsche Wohnen oder der GSW erfolgt eine Anpassung der Garantiedividende, soweit diese gesetzlich geboten ist.

Die Vereinbarung eines festen Bruttobetrages des jährlichen Ausgleiches und seiner Anpassung an den in dem betreffenden Geschäftsjahr geltenden Körperschaftsteuersatz berücksichtigt die Grundsätze der insoweit maßgeblichen Entscheidung des BGH („Ytong-Beschluss“ vom 21. Juli 2003, II ZB 17/01).

Die Ausgleichsregelung steht im Einklang mit § 304 AktG. Bezüglich der Ermittlung des Ausgleiches verweisen wir auf den Abschnitt C.IV.2.

## 5. Abfindung

Die Deutsche Wohnen verpflichtet sich nach § 5 des finalen Entwurfes des Beherrschungsvertrages, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der GSW dessen Aktien gegen Gewährung von auf den Inhaber lautenden Stückaktien der Deutsche Wohnen mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von jeweils EUR 1,00 im Umtauschverhältnis 7 Stückaktien der Deutsche Wohnen gegen 3 Stückaktien der GSW zu erwerben. Der Umtausch erfolgt unter Einschluss der noch nicht zur Bedienung aufgerufenen Gewinnanteils- und Erneuerungsscheine. Für Teilrechte auf Aktien der Deutsche Wohnen erfolgt ein Barausgleich.

Die Verpflichtung der Deutsche Wohnen zum Erwerb der GSW Aktien ist gemäß § 5 Abs. 3 des finalen Entwurfes des Beherrschungsvertrages befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens des Beherrschungsvertrages im Handelsregister des Sitzes der GSW nach § 10 HGB als bekannt gemacht gilt.

Für den Fall der Durchführung von Kapitalmaßnahmen durch die Deutsche Wohnen oder die GSW bis zum Ablauf der in § 5 Abs. 3 des finalen Entwurfes des Beherrschungsvertrages genannten Frist erfolgt eine Anpassung des Umtauschverhältnisses, soweit diese gesetzlich geboten ist.

Falls ein Verfahren nach § 1 Nr. 1 SpruchG eingeleitet wird und das Gericht eine höhere Abfindung festsetzt, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der bereits gewährten Abfindung verlangen. Ebenso werden alle übrigen außenstehenden Aktionäre der GSW gleichgestellt, wenn sich die Deutsche Wohnen gegenüber einem Aktionär der GSW in einem Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Verfahrens nach § 1 Nr. 1 SpruchG zu einer höheren Abfindung durch Anpassung des Umtauschverhältnisses oder in Form einer baren Zuzahlung verpflichtet.

Die Übertragung der Aktien der GSW ist für die außenstehenden Aktionäre der GSW kostenfrei, soweit sie über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen.

Die Abfindungsregelung steht im Einklang mit § 305 AktG. Bezüglich der Ermittlung der Abfindung verweisen wir auf Abschnitt C.IV.2.

## **6. Wirksamkeit und Dauer**

In § 6 des finalen Entwurfes des Beherrschungsvertrages wird festgestellt, dass der Beherrschungsvertrag der Zustimmung der Hauptversammlungen der GSW und der Deutsche Wohnen bedarf. Die Zustimmung zum Beherrschungsvertrag ist Gegenstand der Hauptversammlung der GSW, welche am 18. Juni 2014 stattfinden soll.

Mit Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der GSW wird der Beherrschungsvertrag wirksam und gilt – mit Ausnahme des Leitungs- und Weisungsrechtes nach § 1 des finalen Entwurfes des Beherrschungsvertrages – rückwirkend ab Beginn des Geschäftsjahres der GSW, in dem der Vertrag durch die Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der GSW wirksam wird.

Der Vertrag wird gemäß § 7 Abs. 1 des finalen Entwurfes des Beherrschungsvertrages auf unbestimmte Zeit geschlossen und kann ordentlich unter Einhaltung einer Kündigungsfrist von drei Monaten zum Ende eines jeden Geschäftsjahres der GSW schriftlich gekündigt werden.

Das Recht jeder Partei zur fristlosen Kündigung des Vertrages aus wichtigem Grund bleibt gemäß § 7 Abs. 2 des finalen Entwurfes des Beherrschungsvertrages unberührt.

## **7. Ergebnis**

Im Ergebnis unserer Prüfung stellen wir fest, dass der vorliegende finale Entwurf des Beherrschungsvertrages vom 24. April 2014 nicht im Widerspruch zu den Grundsätzen der §§ 291 ff. AktG, insbesondere hinsichtlich der hiernach erforderlichen Regelungsbestandteile, steht.

## **II. Art des Ausgleiches und der Abfindung**

### **1. Ausgleich gemäß § 304 AktG**

Gemäß § 304 Abs. 1 S. 2 AktG muss ein Beherrschungsvertrag, wenn die Gesellschaft nicht auch zur Abführung ihres ganzen Gewinnes verpflichtet ist, den außenstehenden Aktionären als angemessenen Ausgleich einen bestimmten jährlichen Gewinnanteil nach der für die Ausgleichszahlung bei einem Gewinnabführungsvertrag bestimmten Höhe garantieren.

Als Ausgleich an die außenstehenden Aktionäre ist gemäß § 304 Abs. 2 S. 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrages zuzusichern, der nach der bisherigen Ertrags-

lage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Ist der andere Vertragsteil eine Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien, so kann gemäß § 304 Abs. 2 S. 2 AktG als Ausgleich auch die Zahlung des Betrages zugesichert werden, der unter Herstellung eines angemessenen Umrechnungsverhältnisses auf Aktien der anderen Gesellschaft jeweils als Gewinnanteil entfällt. Die Angemessenheit der Umrechnung bestimmt sich nach dem Verhältnis, in dem bei einer Verschmelzung auf eine Aktie der Gesellschaft Aktien der anderen Gesellschaft zu gewähren wären.

Im finalen Entwurf des Vertragsberichtes wird die Ermittlung des Unternehmenswertes der GSW sowie die daraus abgeleitete Ermittlung des angemessenen Ausgleiches dargestellt. Der Vorstand der Deutsche Wohnen und der Vorstand der GSW haben sich die Ausführungen des als Anlage zum finalen Entwurf des Vertragsberichtes beigefügten gemeinsamen Bewertungsgutachtens von WKGT inhaltlich vollständig zu Eigen gemacht. Demnach ergibt sich der Ausgleich aus der Verrentung des ermittelten Unternehmenswertes der GSW. Bezüglich weiterer Einzelheiten verweisen wir auf Abschnitt C.IV.2.

## **2. Abfindung gemäß § 305 AktG**

Gemäß § 305 Abs. 1 AktG muss ein Beherrschungsvertrag außer der Verpflichtung zum Ausgleich nach § 304 AktG die Verpflichtung des anderen Vertragsteils enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben.

Als Abfindung muss gemäß § 305 Abs. 2 Nr. 1 AktG der Vertrag, wenn der andere Vertragsteil eine nicht abhängige und nicht in Mehrheitsbesitz stehende Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien mit Sitz in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum ist, die Gewährung eigener Aktien dieser Gesellschaft vorsehen.

Werden als Abfindung Aktien einer anderen Gesellschaft gewährt, so ist die Abfindung gemäß § 305 Abs. 3 S.1 AktG als angemessen anzusehen, wenn die Aktien in dem Verhältnis gewährt werden, in dem bei einer Verschmelzung auf eine Aktie der Gesellschaft Aktien der anderen Gesellschaft zu gewähren wären, wobei Spitzenbeträge durch bare Zuzahlungen ausgeglichen werden können.

Im finalen Entwurf des Vertragsberichtes werden die Ermittlungen der Unternehmenswerte und das daraus abgeleitete Umtauschverhältnis ausführlich dargestellt. Der Vorstand der Deutsche Wohnen und der Vorstand der GSW haben sich die Ausführungen der gemeinsamen Bewertungsgutachterin zu Eigen gemacht. Bezüglich weiterer Einzelheiten verweisen wir auf Abschnitt C.IV.2.

### **III. Angaben zur Bewertungsmethodik**

#### **1. Bewertungsgrundsätze**

##### **1.1 Vorbemerkungen**

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

Für die Ermittlung des angemessenen Ausgleiches und der Abfindung stehen grundsätzlich unterschiedliche, nachfolgend dargestellte Bewertungsmethoden zur Verfügung. Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf den Berichtsabschnitt C.IV.

##### **1.2 Ertragswert**

Der Ausgleich und die Abfindung wurden aus objektivierten Unternehmenswerten abgeleitet. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiven nachprüfaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzeptes dar.

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

Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 bestimmt sich der Wert eines Unternehmens aus dem Nutzen, den dieses aufgrund seiner zum Bewertungszeitpunkt vorhandenen Erfolgsfaktoren einschließlich seiner Innovationskraft, Produkte und Stellung am Markt, inneren Organisation, Mitarbeiter und seines Managements in Zukunft erwirtschaften kann. Unter der Voraussetzung, dass ausschließlich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

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

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

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

Da zur Berechnung der Abfindung gemäß § 305 Abs. 3 AktG sowohl der Unternehmenswert der GSW als auch der Deutsche Wohnen erforderlich ist, wurden beide Unternehmen gesondert nach der Ertragswertmethode bewertet.

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

Sogenannte unechte Synergien, welche auch ohne Abschluss des Beherrschungsvertrages realisiert werden könnten, sind im Ertragswert zu berücksichtigen.

Wir erachten die Anwendung der Ertragswertmethode unter etwaiger Hinzufügung gesondert zu bewertender Vermögenswerte und unter Berücksichtigung sogenannter unechter Synergien für angemessen, sofern nicht eine Bewertung anhand des Liquidationswertes oder eine Bemessung des Wertes je Aktie auf Basis des durchschnittlichen Drei-Monats-Börsenkurses zum relevanten Stichtag zu einer höheren Abfindung führt.

Zu der Überprüfung der Durchführung der Bewertung nach der Ertragswertmethode nehmen wir in Abschnitt C.IV.1 Stellung.

### **1.3 Net Asset Value**

Der nach den Empfehlungen der European Public Real Estate Association ermittelte Net Asset Value (EPRA NAV) ist ein Bewertungsmaßstab für den Fair Value des Nettovermögens einer Immobiliengesellschaft, die langfristig ihre Immobilien zur Vermietung und Bewirtschaftung hält. Die Immobilien sind dabei mit ihrem auf Grundlage der DCF-Methode ermittelten Marktwert zu bewerten.

Der EPRA NAV berechnet sich aus der Summe der gesamten Vermögenswerte abzüglich der Summe der Verbindlichkeiten und der Minderheitsanteile und ist um den Saldo aus aktiven und passiven latenten Steuern und den Saldo aus aktiven und passiven derivativen Finanzinstrumenten zu bereinigen. Der EPRA NAV ist demnach der aus DCF basierten Werten abgeleitete innere Wert eines Immobilienunternehmens (Eigenkapital) unter Bereinigung von Positionen, von denen angenommen wird, dass sie in der regulären Fortführung des Geschäftsmodells keinen Einfluss auf die langfristigen Vermögenspositionen der Eigentümer haben.

Die Bewertungsgutachterin hat im Rahmen der Plausibilisierung der Ertragswerte die Bewertung nach EPRA NAV berücksichtigt. Wir verweisen auf den Abschnitt C.IV.1.13.

#### **1.4 Liquidationswert**

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

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

Die Bewertungsgutachterin hat aufgrund der Fortführungsabsicht und einer überschlägigen Abschätzung der Liquidationswerte keine detaillierte Berechnung der Liquidationswerte für die GSW und die Deutsche Wohnen vorgenommen. Im Rahmen der überschlägigen Abschätzung der Liquidationswerte ist die Bewertungsgutachterin zu dem Ergebnis gekommen, dass die nach der Ertragswertmethode abgeleiteten Unternehmenswerte der GSW und der Deutsche Wohnen deutlich über den Liquidationswerten liegen.

Wir haben diese überschlägige Abschätzung nachvollzogen und uns davon überzeugt, dass die möglichen Liquidationswerte unterhalb der nach der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswerte liegen würden. Im Übrigen ist darauf hinzuweisen, dass nach Auskünften der Gesellschaften keine Liquidation der GSW und der Deutsche Wohnen geplant ist.

#### **1.5 Substanzwert**

Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem sogenannten Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen nicht vollständig erfassbaren und zu bewertenden immateriellen Werte (z.B. Wert der Organisation, Stellung im Markt) nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat nur in wenigen – hier nicht relevanten – Ausnahmefällen einen selbständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwertes eines fortzuführenden Unternehmens (z.B. wenn die beste alternative Kapitalverwendung der Unternehmensnachbau wäre).

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

## 1.6 Vergleichsorientierte Bewertung

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

Lediglich zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren hat die Bewertungsgutachterin eine vergleichende Marktbewertung durchgeführt. Diese haben wir nachvollzogen und auf der Basis einer eigenen Marktbewertung plausibilisiert. Hinsichtlich unserer Prüfungsergebnisse verweisen wir auf Abschnitt C.IV.1.13.

## 1.7 Börsenkurs

Da die Aktien der GSW und der Deutsche Wohnen an verschiedenen Wertpapierbörsen gehandelt werden, wäre es denkbar, die Werte der Gesellschaften auch anhand der aus dem jeweiligen Aktienkurs abgeleiteten Marktkapitalisierungen der Deutsche Wohnen bzw. der GSW zu bestimmen. Allerdings können gewichtige Argumente gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da der Börsenkurs von zahlreichen Sonderfaktoren, wie z.B. von der Größe und Enge des Marktes, von zufallsbedingten Handelsumsätzen sowie von spekulativen und sonstigen nicht wertbezogenen Einflüssen abhängt. Der Börsenkurs kann damit unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen unterliegen.

Eine Verwendung von Börsenkursen (Marktkapitalisierung) kann eine Unternehmensbewertung nach den dargestellten Grundsätzen nicht ersetzen, sofern diese Bewertung eine bessere und breitere Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt verwendet und in der zugrundeliegenden Bewertungsmethode die Kapitalmarktkalküle berücksichtigt werden. Die nach dem Ertragswertverfahren durchgeführten Unternehmensbewertungen basieren auf Analysen von Vergangenheitsdaten und auf langfristigen Unternehmensplanungen, die in diesem Detaillierungsgrad und Umfang nicht öffentlich zugänglich sind.

Das Bundesverfassungsgericht und der Bundesgerichtshof haben mehrfach entschieden, dass bei einigen speziellen Unternehmensbewertungsanlässen (z.B. Ausgleich und Abfindung nach § 304 AktG, § 305 AktG) der Börsenkurs bei der Ermittlung einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre im Regelfall als Mindestwert zu berücksichtigen ist (vgl. z.B. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94; BGH, Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00; BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, II ZB 18/09). Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zu berücksichtigen, bedeutet jedoch nach Ansicht des Bundesverfassungsgerichts nicht, dass er stets allein maßgeblich sein müsse. Eine Überschreitung des Börsenkurses ist verfassungsrechtlich unbedenklich.

Im finalen Entwurf des Beherrschungsvertrages zwischen der Deutsche Wohnen und der GSW soll die Abfindung in Aktien erfolgen. Gemäß § 305 Abs. 3 S. 1 AktG ist die Abfindung als angemessen anzusehen, wenn die Aktien in dem Verhältnis gewährt werden, in dem bei einer Verschmelzung auf eine Aktie der Gesellschaft Aktien der anderen Gesellschaft zu gewähren wären, wobei Spitzenbeträge durch bare Zuzahlungen ausgeglichen werden können. Die oben zitierte Rechtsprechung bezieht sich auf die Abfindung mittels Aktien der herrschenden Gesellschaft und betont die schützenswerten Interessen der Anteilseigner der Aktien der eintauschenden Gesellschaft. Gleichwohl ist es nach der oben zitierten Rechtsprechung verfassungsrechtlich nicht geboten, den Börsenwert der herrschenden Gesellschaft als Obergrenze der Bewertung dieser Gesellschaft heranzuziehen. So hat auch bei der hier für die Bestimmung der Umtauschrelation notwendige Unternehmensbewertung der abhängigen Gesellschaft der Börsenwert grundsätzlich als Untergrenze der Bewertung zu fungieren.

Zu der Überprüfung, ob die Rechtsprechung zur Relevanz des Börsenkurses bei der Festlegung der Abfindung angemessen berücksichtigt wurde und in welchem Verhältnis der Ertragswert (zzgl. dem Wert der Sonderwerte) und durchschnittlicher Börsenkurs zueinander stehen, nehmen wir in Abschnitt C.IV.2 Stellung.

## **2. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung des Ausgleiches**

Als angemessener Ausgleich ist nach § 304 Abs. 2 S. 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.

Damit ist die Prognose eines durchschnittlichen verteilungsfähigen Gewinns erforderlich.

Im finalen Entwurf des Vertragsberichtes bzw. dem Bewertungsgutachten von WKGT wird die zukünftige Ertragslage im Rahmen der Ertragsbewertung für mehrere Jahre und für ein nachhaltiges Ergebnis dargestellt. Finanzmathematisch halten wir es für richtig, die diskontinuierlichen Ergebnisprognosen zunächst in einen Barwert (Ertragswert) zu transformieren und durch Verrentung dieses Barwertes den durchschnittlichen Gewinn als kontinuierliche Größe zu ermitteln. Nach dem Ergebnis unserer Prüfung ist die von den Vertragspartnern angewandte Ertragsmethode unter Einbeziehung der Sonderwerte zur Ermittlung des Ausgleiches nach § 304 AktG angemessen.

Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf die nachfolgenden Abschnitte.

## **3. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Abfindung**

Die angemessene Abfindung muss nach § 305 Abs. 3 S. 2 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen. Für die Ermittlung der angemessenen Abfindung stehen grundsätzlich unterschiedliche Bewertungsmethoden zur Verfügung.

Nach dem Ergebnis unserer Prüfung führt im vorliegenden Fall die Ermittlung des Umtauschverhältnisses ausgehend von den Ertragswerten unter Einbeziehung der Sonderwerte zu einem angemessenen Ergebnis.

Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf die nachfolgenden Abschnitte.

#### **IV. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen**

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

##### **1. Ermittlung der Unternehmenswerte anhand des Ertragswertverfahrens**

Wir haben die Durchführung der Bewertungen durch die Bewertungsgutachterin in allen wesentlichen Schritten, insbesondere hinsichtlich der Ableitung der geplanten ausschüttbaren Ergebnisse, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes, der Kapitalisierung auf den Bewertungsstichtag sowie der Wertansätze für das gesondert bewertete Vermögen nachvollzogen und rechnerisch durch Abbildung in eigenen Bewertungsmodellen überprüft. Unsere Prüfungshandlungen und -feststellungen stellen wir nachfolgend dar:

##### **1.1 Vorgehensweise**

Die Wertermittlung der Bewertungsgutachterin basiert auf von den Vorständen der GSW und der Deutsche Wohnen verabschiedeten Planungsrechnungen für die Jahre 2014 bis 2016. Entsprechend den Erfordernissen des Bewertungszweckes wurden bei den Bewertungen auch sogenannte unechte Synergien, die auch ohne Abschluss des Beherrschungsvertrages realisiert werden können, berücksichtigt.

Wir haben eine Plausibilisierung der wesentlichen Planungs- und Bewertungsprämissen durchgeführt. Hierauf aufbauend haben wir die methodische und rechnerische Richtigkeit der Ertragswertableitungen mittels eigener Bewertungsmodelle, die auf einer integrierten Bilanz-, Finanz- und Ertragsplanung basieren, überprüft.

##### **1.2 Bewertungsobjekte**

Bewertungsobjekte sind die GSW und die Deutsche Wohnen. Die Ertragswerte der beiden Bewertungsobjekte wurden auf Basis konsolidierter Planungsrechnungen der GSW und der Deutsche Wohnen ermittelt. Die konsolidierte Planungsrechnung der Deutsche Wohnen umfasst nicht die GSW. Der Unternehmenswert der GSW ist im Rahmen der Bewertung der Deutsche Wohnen als Sonderwert berücksichtigt worden.

Sofern ausgewählte Unternehmen liquidiert werden sollen oder aus Wesentlichkeitsgründen nicht in die Planungsrechnung einbezogen wurden, wurden diese im Rahmen der Ermittlung der Sonderwerte separat berücksichtigt. Wir verweisen hierzu auf die Abschnitte C.IV.1.10. und C.IV.1.11.

**a) GSW**
**Rechtliche Grundlagen**

Die GSW hat ihren Sitz in Berlin und ist unter HRB 125788B im Handelsregister des Amtsgerichtes Charlottenburg eingetragen. Das Geschäftsjahr der GSW entspricht dem Kalenderjahr. Die Satzung der GSW ist gültig in der in das Handelsregister am 14. April 2014 eingetragenen Fassung.

Der satzungsgemäße Gegenstand der GSW ist das Betreiben von Immobiliengeschäften und damit zusammenhängender Geschäfte jedweder Art, insbesondere die Errichtung und Bewirtschaftung von Wohnungen. Die GSW ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die geeignet sind, den Gesellschaftszweck zu fördern. Hierzu gehören auch die Errichtung von Zweigniederlassungen sowie der Erwerb und die Errichtung von anderen Unternehmen sowie die Beteiligung an solchen.

Das Grundkapital der GSW beträgt EUR 56.676.960 und ist eingeteilt in 56.676.960 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von jeweils EUR 1,00. Jede Stückaktie gewährt eine Stimme. Die GSW hält keine eigenen Aktien.

Die Aktien der GSW sind börsennotiert und werden am regulierten Markt an der Börse Frankfurt (ISIN: DE000GSW111) im Teilbereich Prime Standard gehandelt. Der Vorstand der GSW hat am 19. Februar 2014 beschlossen, einen Antrag auf Widerruf der Zulassung der Aktien im Prime Standard zu stellen und in den General Standard zu wechseln. Der Widerruf der Zulassung wird mit Ablauf des 27. Mai 2014 wirksam. Daneben waren die Aktien der GSW bis zum 31. März 2014 im regulierten Marktsegment an der Börse Berlin notiert. Die Aktien der GSW sind darüber hinaus in den Freiverkehrssegmenten der Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart gelistet.

Die Aktionärsstruktur der GSW stellt sich zum 28. Februar 2014 wie folgt dar:

<b>Aktionärsstruktur - GSW zum 28. Februar 2014</b>	<b>Anzahl Aktien</b>	<b>Anteil</b>
Deutsche Wohnen	52.154.429	92,02%
Minderheitsgesellschafter	4.522.531	7,98%
<b>Summe</b>	<b>56.676.960</b>	<b>100,00%</b>

*Quelle: Geschäftsbericht GSW 2013*

Der wesentliche direkte und indirekte Anteilsbesitz der GSW stellt sich zum 31. Dezember 2013 wie folgt dar:

<b>Beteiligungsstruktur zum 31. Dezember 2013 - GSW</b>	<b>Anteil in %</b>
<b>Verbundene Unternehmen, vollkonsolidiert</b>	
GSW Grundvermögens- und Vertriebsgesellschaft mbH, Berlin <sup>1</sup>	100,0%
GSW Acquisition 3 GmbH, Berlin <sup>1</sup>	100,0%
Stadtentwicklungsgesellschaft Buch mbH, Berlin	100,0%
FACILITA Berlin GmbH, Berlin	100,0%
GSW Gesellschaft für Stadterneuerung mbH, Berlin	100,0%
Grundstücksgesellschaft Karower Damm mbH, Berlin <sup>1</sup>	100,0%
Zweite GSW Verwaltungs- und Betriebsgesellschaft mbH, Berlin	100,0%
GSW Wohnwert GmbH, Berlin <sup>1</sup>	100,0%
GSW Immobilien Beteiligungs GmbH, Berlin	100,0%
Wohnanlage Leonberger Ring GmbH, Berlin <sup>1,4</sup>	100,0%
GSW Pegasus GmbH, Berlin <sup>1,4</sup>	100,0%
GSW Corona GmbH, Berlin <sup>1,4</sup>	100,0%
Zisa Grundstücksbeteiligungs GmbH & Co. KG, Berlin <sup>1,4</sup>	94,9%
GSW Immobilien GmbH & Co. Leonberger Ring KG, Berlin <sup>1</sup>	94,0%
GSW Verwaltungs- und Betriebsgesellschaft mbH & Co. Zweite Beteiligungs KG, Berlin <sup>1</sup>	93,4%
<b>Verbundene Unternehmen, nicht konsolidiert</b>	
Zisa Verwaltungs GmbH, Berlin <sup>2</sup>	100,0%
GSW Berliner Asset Invest Verwaltungs GmbH, Berlin <sup>2</sup>	100,0%
GSW Berliner Asset Invest GmbH & Co. KG, Berlin <sup>2</sup>	100,0%
DCM GmbH & Co. KG Renditefonds 507 KG, München <sup>3</sup>	99,0%
DCM GmbH & Co. KG Renditefonds 510 KG, München <sup>3</sup>	99,0%
DCM GmbH & Co. KG Renditefonds 508 KG, München <sup>3</sup>	99,0%
DCM GmbH & Co. KG Renditefonds 506 KG, München <sup>3</sup>	99,0%
<b>Gemeinschaftsunternehmen, nicht konsolidiert</b>	
Siwoge 1992 Siedlungsplanung und Wohnbauten Gesellschaft mbH, Berlin <sup>2</sup>	50,0%
Stadtentwicklungsgesellschaft Eldenaer Straße mbH i.L., Berlin <sup>2</sup>	50,0%
GSZ Gebäudeservice und Sicherheitszentrale GmbH, Berlin <sup>2</sup>	33,3%
<b>Assoziierte Unternehmen, nicht konsolidiert</b>	
Zisa Beteiligungs GmbH, Berlin <sup>2,5</sup>	49,0%
GSW-Fonds Weinmeisterhornweg 170–178 GbR, Berlin <sup>2</sup>	49,9%

<sup>1</sup> Inanspruchnahme der Befreiungsvorschriften nach § 264 Abs. 3 HGB bzw. § 264b HGB

<sup>2</sup> Aufgrund von Unwesentlichkeit nicht konsolidiert und als Beteiligung ausgewiesen

<sup>3</sup> Keine Konsolidierung, da Beherrschungsmöglichkeit gesellschaftsvertraglich ausgeschlossen

<sup>4</sup> Der durchgerechnete quotale Anteilsbesitz entspricht bei der GSW Corona GmbH 99,7 %, bei der GSW Pegasus GmbH 99,7 %, bei der Wohnanlage Leonberger Ring GmbH 99,6 %, bei der Zisa Grundstücksbeteiligung GmbH & Co. KG 97,4 %

Quelle: Prüfungsbericht GSW zum 31. Dezember 2013

## Wirtschaftliche Grundlagen

Die GSW konzentriert sich auf die Vermietung und Bewirtschaftung von Wohnungen im eigenen Bestand in Berlin. Wesentlicher Teil des Geschäftsmodelles ist das Portfoliomanagement. Daneben gehören ergänzend ausgewählte Verkäufe von Wohnungen und Teilportfolios zur Geschäftstätigkeit der GSW.

Die operative Geschäftstätigkeit wird neben der GSW Immobilien AG, welche die Muttergesellschaft der GSW Gruppe ist, durch die FACILITA Berlin GmbH, Berlin (im Folgenden „FACILITA“), wahrgenommen. Die FACILITA ist für das Facility Management zuständig. Hierzu gehören beispielsweise die Gebäudereinigung, Grünpflege, Hausmeisterleistungen und Kleinreparaturen, das Leerstandsmanagement als auch das technische Gebäudemanagement.

Wesentliche Immobilienbestände werden zudem durch die Tochterunternehmen GSW Pegasus GmbH, GSW Corona GmbH, GSW Grundvermögens- und Vertriebsgesellschaft mbH gehalten. Die Gesellschaften verfügen über kein eigenes Personal.

### Kennzahlen Immobilienbestand zum 31. Dezember 2013 - GSW

#### Wohnen

Wohneinheiten	59.949
Vermietbare Fläche in tm <sup>2</sup>	3.616
Durchschnittliche Wohnungsgröße in m <sup>2</sup>	60,32
Leerstandsquote	2,2%
Miete pro m <sup>2</sup>	5,44

#### Gewerbe

Gewerbeeinheiten	1.013
Vermietbare Fläche in tm <sup>2</sup>	113
Durchschnittliche Gewerbeeinheit in m <sup>2</sup>	111,76
Leerstandsquote	8,4%
Miete pro m <sup>2</sup>	7,25

Anteil des Immobilienportfolios in Berlin	99,6%
---	-------

*Quelle: Prüfungsbericht GSW zum 31. Dezember 2013*

## **b) Deutsche Wohnen**

### **Rechtliche Grundlagen**

Die Deutsche Wohnen hat ihren Sitz in Frankfurt am Main und ist unter HRB 42388 im Handelsregister des Amtsgerichtes Frankfurt am Main eingetragen. Ihre Hauptniederlassung hat die Deutsche Wohnen in Berlin. Das Geschäftsjahr der Deutsche Wohnen entspricht dem Kalenderjahr. Die Satzung der Deutsche Wohnen ist gültig in der in das Handelsregister am 27. November 2013 eingetragenen Fassung.

Der satzungsgemäße Gegenstand der Deutsche Wohnen ist der Erwerb, die Verwaltung, Vermietung und Bewirtschaftung sowie der Verkauf von Wohnimmobilien, Pflegeeinrichtungen und sonstiger Immobilien. Es können Immobilien errichtet, modernisiert und instandgesetzt werden sowie Dienstleistungen erbracht und Kooperationen aller Art vorgenommen werden.

Die Deutsche Wohnen kann in den vorgenannten Geschäftsfeldern selbst oder durch Tochter- oder Beteiligungsgesellschaften tätig werden, deren Unternehmensgegenstand sich ganz oder teilweise auf die Geschäftsfelder der Gesellschaft erstreckt. Sie kann solche Unternehmen gründen oder erwerben; sie kann Tochterunternehmen einheitlich leiten oder sich auf die Verwaltung der Beteiligung beschränken und sie kann über ihre Beteiligungen verfügen. Die Gesellschaft ist auch zu allen Handlungen und Maßnahmen berechtigt, die mit dem Unternehmensgegenstand zusammenhängen oder ihm unmittelbar oder mittelbar zu dienen bestimmt sind.

Das Grundkapital der Deutsche Wohnen beträgt EUR 286.216.731 und ist eingeteilt in 286.216.731 Stückaktien mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von jeweils EUR 1,00. Jede Stückaktie gewährt eine Stimme. Die Aktien der Gesellschaft sind Namens- oder Inhaberaktien. Die Deutsche Wohnen hält keine eigenen Aktien.

Die Aktien der Deutsche Wohnen sind börsennotiert und werden am regulierten Markt an der Börse Frankfurt (Inhaberaktien 168.824.505, ISIN: DE000A0HN5C6; Inhaberaktien mit Gewinnberechtigung ab 1. Januar 2014: 117.309.588, ISIN: DE000A1X3R56; Namensaktien: 82.638, ISIN: DE0006283302) im Teilbereich Prime Standard gehandelt. Daneben werden die Aktien im Freiverkehr an den Börsenplätzen Stuttgart, München, Hamburg, Hannover, Düsseldorf und Berlin gehandelt.

## Der wesentliche Anteilsbesitz der Deutsche Wohnen stellt sich zum 31. Dezember 2013 wie folgt dar:

Beteiligungsstruktur <sup>5</sup> - Deutsche Wohnen zum 31. Dezember 2013	Anteil in %	Anteil in %
AGG Auguste-Viktoria-Allee Grundstücks GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	GEHAG Dritte Beteiligungs GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>
Algarobo Holding B.V., Baarn, Niederlande <sup>1,2</sup>	100,0%	GEHAG Erste Beteiligungs GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>
Aufbau-Gesellschaft der GEHAG mit beschränkter Haftung, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	GEHAG Erwerbs GmbH & Co.KG, Berlin <sup>1,2</sup>
AVUS Immobilien Treuhand GmbH & Co.KG, Berlin <sup>2</sup>	100,0%	GEHAG GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>
BauBeCon Assets GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	GEHAG Vierte Beteiligung SE, Berlin <sup>1,2</sup>
BauBeCon BIO GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	GEHAG Zweite Beteiligungs GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>
BauBeCon Immobilien GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	GIM Immobilien Management GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>
BauBeCon Wohnwert GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	GGR Wohnparks Alte Hellersdorfer Straße GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>
DB Immobilienfonds 14 Rhein-Pfalz Wohnen GmbH & Co.KG, Eschborn <sup>1,2</sup>	89,5%	GGR Wohnparks Kastanienallee GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Asset Immobilien GmbH, Frankfurt am Main <sup>1,2</sup>	100,0%	GGR Wohnparks Nord Leipziger Tor GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Beteiligungen Immobilien GmbH, Frankfurt am Main <sup>1,2</sup>	100,0%	GGR Wohnparks Süd Leipziger Tor GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Beteiligungsverwaltungs GmbH & Co. KG, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	GSW inkl. Beteiligungen
Deutsche Wohnen Construction and Facilities GmbH, Berlin <sup>1</sup>	100,0%	Hamnes Investments B.V., Baarn, Niederlande <sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Corporate Real Estate GmbH, Berlin <sup>1,4</sup>	100,0%	Haus und Heim Wohnungsbau-GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Direkt Immobilien GmbH, Frankfurt am Main <sup>1,2</sup>	100,0%	HESIONE Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH, Frankfurt am Main <sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Dresden I GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	Holzmindener Straße/Tempelhofer Weg Grundstücks GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Dresden II GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	Intermetro B.V., Baarn, Niederlande <sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Energy GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	KATHARINENHOF Seniorenwohn- und Pflegeanlage Betriebs-GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Fondsbeteiligungs GmbH, Berlin <sup>1,4</sup>	100,0%	KATHARINENHOF Service GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Immobilien Management GmbH, Berlin <sup>1</sup>	100,0%	Larry Berlin I S.à r.l., Luxemburg <sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Management GmbH, Berlin <sup>1,4</sup>	100,0%	Larry Berlin II S.à r.l., Luxemburg <sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Management- und Servicegesellschaft mbH, Frankfurt am Main <sup>1,4</sup>	100,0%	Larry Berlin Lichtenberg S.à r.l., Luxemburg <sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Reisholz GmbH, Berlin <sup>1,2,4</sup>	100,0%	Larry Condo Holdco S.à r.l., Luxemburg <sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Service Hannover GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	Larry Condo S.à r.l., Luxemburg <sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Service Magdeburg GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	Larry I Targetco (Berlin) GmbH, Berlin <sup>1</sup>
Deutsche Wohnen Service Merseburg GmbH, Merseburg <sup>1,2</sup>	100,0%	Larry II Berlin Hellersdorf S.à r.l., Luxemburg <sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Zweite Fondsbeteiligung GmbH, Berlin <sup>1,4</sup>	100,0%	Larry II Berlin Marzahn S.à r.l., Luxemburg <sup>1,2</sup>
Dritte V-B-S Verwaltungs-, Besitz- und Servicegesellschaft mbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	Larry II Greater Berlin S.à r.l., Luxemburg <sup>1,2</sup>
DWRE Alpha GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	Larry II Potsdam S.à r.l., Luxemburg <sup>1,2</sup>
DWRE Braunschweig GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	Larry II Targetco (Berlin) GmbH, Berlin <sup>1</sup>
DWRE Dresden GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	LebensWerk GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>
DWRE Erfurt GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	Main-Taunus Wohnen GmbH & Co. KG, Eschborn <sup>1,3</sup>
DWRE Halle GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	Marienfelder Allee 212-220 Grundstücksgesellschaft b.R., Berlin <sup>1,2</sup>
DWRE Hennigsdorf GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	Rhein-Main Wohnen GmbH, Frankfurt am Main <sup>1,2</sup>
DWRE Leipzig GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	Rhein-Mosel Wohnen GmbH, Mainz <sup>1,2</sup>
DWRE Merseburg GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	Rhein-Pfalz Wohnen GmbH, Mainz <sup>1</sup>
Eisenbahn-Siedlungs-Gesellschaft Berlin mit beschränkter Haftung, Berlin <sup>1,2</sup>	94,9%	RMW Projekt GmbH, Frankfurt am Main <sup>1,2</sup>
Erste V-B-S Verwaltungs-, Besitz- und Servicegesellschaft mbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	Seniorenresidenz "Am Lunapark" GmbH, Leipzig <sup>1,2</sup>
Fortimo GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	SGG Scharnweberstraße Grundstücks GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>
G+D Gesellschaft für Energiemanagement mbH, Magdeburg <sup>2</sup>	49,0%	Sophienstraße Aachen Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH, Berlin <sup>1,2</sup>
GbR Fernheizung Groussstadt, Berlin <sup>2</sup>	45,6%	Stadtentwicklungsgesellschaft Eldenaer Straße mbH i.L.
Gehag Acquisition Co. GmbH, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	Vierte V-B-S Verwaltungs-, Besitz- und Servicegesellschaft mbH, Berlin <sup>1,2</sup>
GEHAG Beteiligungs GmbH & Co.KG, Berlin <sup>1,2</sup>	100,0%	Wohn- und Pflegewelt Lahnblick GmbH, Bad Ems <sup>1,2</sup>

<sup>1</sup> Vollkonsolidiert

<sup>2</sup> Mittelbare Beteiligung

<sup>3</sup> Un- und mittelbare Beteiligung

<sup>4</sup> Befreiungen gemäß §264 Absatz 3 HGB

<sup>5</sup> Darüber hinaus ist die Gesellschaft mittelbar an einer Arbeitsgemeinschaft beteiligt

Quelle: Prüfungsbericht Deutsche Wohnen zum 31. Dezember 2013

## Wirtschaftliche Grundlagen

Die Deutsche Wohnen gliedert ihr Geschäft in die Geschäftssegmente Wohnungsbewirtschaftung, Verkauf sowie Pflege und Betreutes Wohnen. Das Geschäftssegment Wohnungsbewirtschaftung ist Kern und Schwerpunkt ihres Geschäftes.

Das Segment **Wohnungsbewirtschaftung** umfasst die Bewirtschaftung der Immobilienbestände. Das Ergebnis der Wohnungsbewirtschaftung belief sich in 2013 (inkl. GSW) auf EUR 292,3 Mio. (EUR 276,4 Mio. ohne GSW).

Die Deutsche Wohnen hat ihr Portfolio in Core<sup>+</sup>-, Core- und Non-Core Regionen aufgeteilt. Als Core<sup>+</sup>-Regionen wurde der Großraum Berlin, das Rhein-Main-Gebiet sowie das Rheinland definiert. Die Regionen Hannover / Braunschweig / Magdeburg, Rheintal-Süd, Rheintal-Nord sowie Mitteldeutschland stellen die Core-Region dar. Die übrigen Regionen gelten als Non-Core.

Portfoliostruktur Wohneinheiten zum 31. Dezember 2013 - Deutsche Wohnen (inkl. GSW)			
Region	Wohneinheiten	Fläche (tm <sup>2</sup> )	Anteil am Gesamtbestand
Core <sup>+</sup>	119.317	7.177	79%
Core	27.358	1.726	19%
Non-Core	3.544	228	2%
<b>Gesamt</b>	<b>150.219</b>	<b>9.131</b>	<b>100%</b>

Quelle: Prüfungsbericht Deutsche Wohnen zum 31. Dezember 2013

Die wesentlichen Kennzahlen der Core<sup>+</sup>- und Core-Region stellen sich wie folgt dar:

Kennzahlen Core <sup>+</sup> und Core zum 31. Dezember 2013 - Deutsche Wohnen (inkl. GSW)				
Region	Wohneinheiten	Anteil am Gesamtbestand	Vertragsmiete (in EUR/m <sup>2</sup> )	Leerstand
Großraum Berlin	108.411	72%	5,53	1,8%
Rhein-Main	9.084	6%	6,92	2,7%
Rheinland	1.822	1%	6,41	3,5%
<b>Core<sup>+</sup></b>	<b>119.317</b>	<b>79%</b>	<b>5,65</b>	<b>1,9%</b>
Hannover/Braunschweig/ Magdeburg	11.064	8%	5,23	4,6%
Rheintal-Süd	4.871	3%	5,50	1,6%
Rheintal-Nord	2.954	2%	5,16	1,7%
Mitteldeutschland	5.720	4%	4,98	2,8%
Sonstige	2.749	2%	5,02	6,2%
<b>Core</b>	<b>27.358</b>	<b>19%</b>	<b>5,20</b>	<b>3,6%</b>

Quelle: Prüfungsbericht Deutsche Wohnen zum 31. Dezember 2013

Der **Verkauf** von Wohnungen und Portfolios ist als eigenes Segment definiert. Der Ergebnisbeitrag aus dem Verkauf belief sich in 2013 (inkl. GSW) auf EUR 23,0 Mio. (EUR 22,9 Mio. ohne GSW) bei insgesamt 3.499 Wohnungsveräußerungen.

<b>Wohnungsverkäufe 2013 - Deutsche Wohnen (inkl. GSW)</b>		
<b>in Mio. EUR</b>	<b>Privatisierung</b>	<b>Institutionell</b>
Verkaufserlöse	100,7	68,9
Verkaufspreis in EUR/m <sup>2</sup>	1.171	492
Anzahl Wohneinheiten	1.342	2.157
Fremde Vertriebskosten	-8,7	-1,6
<b>Nettoerlöse</b>	<b>92,0</b>	<b>67,3</b>
Buchwertabgänge	-68,6	-67,7
<b>Ergebnis aus Verkauf</b>	<b>23,4</b>	<b>-0,4</b>
<i>Marge</i>	<i>23,2%</i>	<i>-0,6%</i>

*Quelle: Prüfungsbericht Deutsche Wohnen zum 31. Dezember 2013*

Die Differenz bei den Verkaufspreisen je m<sup>2</sup> zwischen Wohnungsprivatisierungen und institutionellen Verkäufen resultiert zum einen daraus, dass Wohnungen im Rahmen von Portfolioveräußerungen günstiger als bei Einzelveräußerung verkauft werden. Darüber hinaus haben sich die institutionellen Verkäufe auf strukturschwache Regionen konzentriert.

Im Segment **Pflege und Betreutes Wohnen** bewirtschaftet und vermarktet die Deutsche Wohnen Senioren- und Pflegeeinrichtungen, die unter der Marke KATHARINENHOF zum größten Teil Eigentum der Deutsche Wohnen sind. Diese Einrichtungen bieten vollstationäre Pflege sowie im Rahmen des Betreuten Wohnens zusätzliche seniorengerechte Serviceleistungen an. Der Ergebnisbeitrag aus dem Bereich Pflege und Betreutes Wohnen betrug in 2013 EUR 13,2 Mio.

### **1.3 Bewertungsstichtag**

Die Beurteilung der Angemessenheit des Ausgleiches und der Abfindung muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen.

Der für die Ermittlung des Unternehmenswertes maßgebliche Bewertungsstichtag ist daher der Tag der Hauptversammlung der GSW, an dem der Beherrschungsvertrag zur Beschlussfassung vorgelegt werden soll.

Entsprechend wurde der Bewertung im vorliegenden Fall der 18. Juni 2014 als Tag der geplanten ordentlichen Hauptversammlung der GSW über die Beschlussfassung als Bewertungsstichtag zugrunde gelegt. Der Bewertungsstichtag steht daher mit § 305 Abs. 3 S. 2 AktG in Einklang.

Demzufolge sind der Bewertung alle nach dem 18. Juni 2014 anfallenden Überschüsse der Bewertungsobjekte (einschließlich des laufenden Jahres) zugrunde zu legen. Alle prognostizierten Überschüsse wurden auf diesen Stichtag abgezinst und zusammen mit den Sonderwerten der Ermittlung der Abfindung und des Ausgleiches zugrunde gelegt.

#### **1.4 Bewertungsverfahren**

Die Bewertungsgutachterin hat die in der Stellungnahme IDW S 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in der Fassung 2008 niedergelegten Grundsätze der Unternehmensbewertung im Rahmen der Wertableitung gemäß den in der Wissenschaft und Rechtsprechung anerkannten Methoden zur Durchführung von Unternehmensbewertungen berücksichtigt. Im Sinne dieser Stellungnahme hat die Bewertungsgutachterin objektivierte Unternehmenswerte in der Funktion eines neutralen Gutachters ermittelt.

Basierend auf der Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin ergeben sich die Unternehmenswerte der GSW und der Deutsche Wohnen einschließlich ihrer Tochter- und Beteiligungsgesellschaften aus dem Ertragswert des operativen Geschäfts zuzüglich der Sonderwerte der Gesellschaften.

Die vorstehende Vorgehensweise zur Wertableitung ist nach unserer Auffassung sachgerecht und bildet die GSW und die Deutsche Wohnen angemessen in den Bewertungsmodellen ab.

Wir haben die einzelnen der Bewertung zugrundeliegenden Annahmen und Vorgehensweisen, insbesondere hinsichtlich der Ableitung eines geeigneten Kapitalisierungszinssatzes sowie der ausschüttbaren Ergebnisse und die Kapitalisierung dieser Ergebnisse auf den Bewertungsstichtag auf Plausibilität geprüft und die Bewertung methodisch und inhaltlich nachvollzogen. Die Bewertungsmodelle standen uns in elektronischer Form mit Formeln zur Verfügung. Davon ausgehend haben wir die rechnerische Richtigkeit der Bewertungsmodelle nachvollzogen. Die Bewertungsergebnisse haben wir ferner auf Basis eigener Bewertungen mittels eigener Bewertungsmodelle plausibilisiert. Wir sind überzeugt, dass die uns zur Verfügung gestellten Daten und Berechnungen sowie unsere eigenen Berechnungen eine hinreichende Grundlage für unser Prüfungsergebnis bilden.

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

## 1.5 Vergangenheitsbereinigung

Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient dabei grundsätzlich als Ausgangspunkt für die Beurteilung der Plausibilität der zukünftig geplanten Ergebnisse. Im Rahmen der Plausibilisierung der Planzahlen hat die Bewertungsgutachterin die historische Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der GSW und der Deutsche Wohnen für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 analysiert und für Zwecke der Vergleichbarkeit um außerordentliche und periodenfremde Ergebniseffekte bereinigt. Die Bereinigungen betreffen Aufwendungen und Erträge mit einmaligem oder nicht mit der operativen Tätigkeit in Zusammenhang stehendem Charakter.

Wir haben die vorgenommenen Bereinigungen der Vergangenheitsergebnisse überprüft, mit der GSW und Deutsche Wohnen sowie mit der Bewertungsgutachterin diskutiert und die historische Ertragslage ebenfalls als Ausgangspunkt für unsere Plausibilisierungsarbeiten herangezogen.

### a) GSW

Bei der GSW wurden folgende Bereinigungen vorgenommen:

<b>Bereinigungen - GSW</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>
<b>in Mio. EUR</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>EBIT vor Bereinigungen</b>	<b>177,2</b>	<b>214,4</b>	<b>149,8</b>
Akquisitionsaufwendungen	2,1	2,4	1,3
Vorstandswechsel	-	-	2,1
Restrukturierungsaufwendungen	0,4	0,1	-
Aufwendungen bei Anteilsverkäufen	0,6	-	-
<b>Verwaltungskosten</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>
<b>Sonstige Aufwendungen und Erträge</b>	<b>10,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,2</b>
Projektkosten und Einmalerträge	-	0,2	19,3
Aufwendungen für Kapitalmaßnahmen	6,7	-	0,9
Akquisitionsaufwendungen für nicht durchgeführte Projekte	0,8	1,1	0,4
Gewinne aus dem Abgang von Anteilen, Sachanlagen und immateriellen Vermögenswerten	-25,1	-5,7	-
<b>Projektkosten und Einmalerträge</b>	<b>-17,6</b>	<b>-4,4</b>	<b>20,6</b>
<b>Ergebnis aus der Fair-Value-Anpassung der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien</b>	<b>-56,2</b>	<b>-76,4</b>	<b>-20,6</b>
<b>Bereinigungen gesamt</b>	<b>-60,6</b>	<b>-75,8</b>	<b>4,7</b>
<b>EBIT nach Bereinigungen</b>	<b>116,6</b>	<b>138,6</b>	<b>154,5</b>

*Quelle: Managementinformationen*

Die **Akquisitionsaufwendungen** für Ankäufe in der Vergangenheit wurden bereinigt, da in der Planung keine Akquisitionen bzw. Ankäufe berücksichtigt sind.

In den Verwaltungskosten in 2013 sind Aufwendungen aufgrund des **Vorstandswechsels** enthalten, welche bereinigt wurden.

Die Bereinigung der **Restrukturierungsaufwendungen** in 2011 und 2012 betrifft Personalaufwendungen für Mitarbeiter in Altersteilzeit aus einem Restrukturierungsprogramm in 2006/07. Das Programm ist seither ausgelaufen.

In 2011 sind **Aufwendungen aus Anteilsverkäufen**, die im Zusammenhang mit dem Verkauf von Anteilen an der STRABAG Residential Property Services GmbH (ehemals GSW Betreuungsgesellschaft für Wohnungs- und Gewerbebau mbH) sowie an der BMH Berlin Mediahaus GmbH stehen, bereinigt worden.

Die Bereinigungen der Sonstigen Aufwendungen und Erträge betreffen die Aufwendungen aus dem **Long-Term-Incentive-Plan** (LTIP). Diese standen maßgeblich im Zusammenhang mit dem Börsengang. Zukünftig ist kein LTIP auf Ebene der GSW vorgesehen.

Die Bereinigung der **Projektaufwendungen** betreffen in 2013 Aufwendungen, die im Rahmen der Prüfung des Übernahmeangebotes und der Abgabe der begründeten Stellungnahme angefallen sind (EUR 14,2 Mio.). Weiterhin wurden zum 31. Dezember 2013 Rückstellungen in Höhe von EUR 5,0 Mio. für zukünftige Rückbauverpflichtungen am GSW-Verwaltungsgebäude (Charlottenstraße) gebildet. Darüber hinaus sind Aufwendungen im Rahmen der DPR-Prüfung 2012 (EUR 0,1 Mio.) bereinigt worden. In 2012 wurden Projektaufwendungen, die im Rahmen des Verkaufs der STRABAG Residential Property Services GmbH angefallen sind, bereinigt.

Die bereinigten **Aufwendungen für Kapitalmaßnahmen** betreffen in 2011 IPO-Kosten sowie Kapitalerhöhungskosten in 2013.

Die **Akquisitionsaufwendungen für nicht durchgeführte Projekte** sind bereinigt worden, da auch in der Planung keine Akquisitionen vorgesehen sind.

Die bereinigten **Gewinne aus dem Abgang von Anteilen, Sachanlagen und immateriellen Vermögenswerten** betreffen in 2011 Erlöse aus dem Verkauf der BMH Berlin Mediahaus GmbH in Höhe von EUR 25,1 Mio. In 2012 wurden Erlöse aus dem Verkauf von Anteilen an der STRABAG Residential Property Services GmbH bereinigt.

Da die Planung keine Aufwertung des Immobilienbestandes vorsieht, wurden die Bewertungsergebnisse aus der **Fair Value-Bewertung** der Immobilien in 2011, 2012 und 2013 zur besseren Vergleichbarkeit vollständig bereinigt.

**b) Deutsche Wohnen**

Bei der Deutsche Wohnen wurden folgende Bereinigungen vorgenommen:

<b>Bereinigungen - Deutsche Wohnen</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>
<b>in EUR Mio.</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>EBIT vor Bereinigungen</b>	<b>179,0</b>	<b>312,6</b>	<b>337,0</b>
Akquisitionsaufwendungen	1,7	0,5	4,0
Auflösung verjährter Rückstellungen / Verbindlichkeiten	-	-	-1,2
Aufwendungen für Kapitalerhöhungen	-	0,2	-
Rechtsstreitigkeit RREEF Management GmbH	0,9	-	-
<b>Sonstige Aufwendungen und Erträge</b>	<b>2,5</b>	<b>0,7</b>	<b>2,8</b>
Akquisitionsaufwendungen (inkl. Transaktions- und Integrationskosten)	-	4,4	19,1
Erträge aus Kapitalerhöhungen	-	-	-0,2
Sonstige Erträge	-	-	-1,7
Vergleich Verlustausgleich RREEF	-	-20,3	-
<b>Projektkosten und Einmalserträge</b>	<b>-</b>	<b>-15,9</b>	<b>17,2</b>
<b>Ergebnis aus der Fair-Value-Anpassung der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien</b>	<b>-40,0</b>	<b>-119,2</b>	<b>-100,7</b>
<b>Bereinigungen gesamt</b>	<b>-37,5</b>	<b>-134,4</b>	<b>-80,7</b>
<b>EBIT nach Bereinigungen</b>	<b>141,4</b>	<b>178,2</b>	<b>256,5</b>

*Quelle: Managementinformationen*

Die **Akquisitionsaufwendungen** sind bereinigt worden, da in der Planung keine Akquisitionen angenommen werden. Die Akquisitionsaufwendungen sind teilweise in den sonstigen Aufwendungen und Erträgen und teilweise in den Projektkosten enthalten. Die Akquisitionsaufwendungen entfielen im Wesentlichen auf die Akquisitionen der BauBeCon Gruppe in 2012 sowie der GSW und der Lebenswerk Gruppe in 2013. In der Bereinigung der Akquisitionsaufwendungen sind bzgl. der BauBeCon Gruppe Beratungs-, Transaktions-, Integrations- und IT-Kosten aus der Datenübernahme sowie eine Aufhebungsvereinbarung mit dem bisherigen Verwalter enthalten. Die Beratungsaufwendungen sind bereits in 2011 angefallen und werden ebenfalls bereinigt.

Der Ertrag aus der **Auflösung verjährter Rückstellungen / Verbindlichkeiten** betrifft ein Restitutionsobjekt.

Die Aufwendungen für **Kapitalerhöhungen** in 2012 sowie der Ertrag aus der Auflösung der Rückstellung für Aufwendungen im Zusammenhang mit Kapitalerhöhungen in 2013 wurden bereinigt.

Die Projektkosten in 2012 wurden um Erträge aus dem Abschluss eines Vergleiches in Zusammenhang mit dem Beherrschungsvertrag zwischen der Deutsche Wohnen und der **RREEF** Management GmbH für die Geschäftsjahre 1999 bis 2006 bereinigt. Für den Rechtsstreit erfasste Aufwendungen in 2011 wurden ebenfalls bereinigt.

Die vorgenommene Bereinigung der **sonstigen Erträge** in 2013 stellt eine Saldogröße dar, welche maßgeblich aus der Auflösung einer Rückstellung bzgl. eines Rechtsstreites für ein Gebäude resultiert. Es gibt keine ergebniswirksame Zuführung zu dieser Rückstellung im Betrachtungszeitraum, welche zu bereinigen wäre. Darüber hinaus wurde die Abwertung des Umlaufvermögens eines neu erworbenen Portfolios (EUR 0,5 Mio.) bereinigt.

Da die Planung keine Aufwertung des Immobilienbestandes vorsieht, werden die Bewertungsergebnisse aus der **Fair Value-Bewertung** der Immobilien in 2011, 2012 und 2013 zur besseren Vergleichbarkeit vollständig bereinigt.

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

## 1.6 Synergien

Entsprechend dem Bewertungsstandard IDW S 1, Tz. 34, sind bei objektivierten Unternehmensbewertungen nur sogenannte unechte Synergieeffekte zu berücksichtigen. Diese sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich auch ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zu Grunde liegenden Maßnahme realisieren lassen. Daher ist zwischen vorvertraglichen und vertraglichen Synergien zu unterscheiden. Die vorvertraglichen Synergien sind ohne den Abschluss eines Beherrschungsvertrages zu realisieren, wohingegen die vertraglichen Synergien erst durch den Abschluss eines Unternehmensvertrages zwischen den beteiligten Parteien realisiert werden können.

Die Deutsche Wohnen hat vor Abgabe des Übernahmeangebotes potenzielle Synergien identifiziert. Die Gesellschaft hält auch nach Durchführung der Übernahme der GSW dieses Synergiepotenzial weiterhin für realistisch. Die Deutsche Wohnen hat die erwarteten Synergien in unechte, d.h. auch ohne Beherrschungsvertrag realisierbare, sowie in echte Synergien, d.h. nur aufgrund des Beherrschungsvertrages realisierbare, aufgeteilt und der GSW sowie der Deutsche Wohnen zugeordnet. Die Gesellschaft geht davon aus, dass die Synergien bis 2016 vollständig ausgeschöpft werden können.

Die Verteilung der unechten Synergien auf die Gesellschaften, wie sie im Jahr 2016 umgesetzt sein sollen, ist in der folgenden Tabelle dargestellt:

<b>Unechte Synergien in EUR Mio.</b>	<b>GSW</b>	<b>DW</b>	<b>Gesamt</b>
Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung	2,2	1,5	3,7
Verwaltungskosten	6,8	3,0	9,8
<b>EBIT</b>	<b>9,0</b>	<b>4,5</b>	<b>13,5</b>

*Quelle: Managementinformationen*

Die Realisierung der unechten Synergien bei der **GSW** sind teilweise bereits in der Stand Alone Planung berücksichtigt worden (2016: EUR 2,1 Mio.). Die weiteren unechten Synergien werden im Zeitverlauf wie folgt erwartet:

<b>Unechte Synergien - GSW in EUR Mio.</b>	<b>Plan 2014</b>	<b>Plan 2015</b>	<b>Plan 2016</b>
Nicht umlagefähige Betriebskosten	0,2	0,2	0,5
Sonstiges	0,2	1,3	1,7
Verwaltungskosten	2,2	2,5	4,7
<b>Gesamt</b>	<b>2,6</b>	<b>4,0</b>	<b>6,9</b>

*Quelle: Managementinformationen*

Es wird erwartet, dass die aufgrund von Leerstand **nicht umlagefähigen Betriebskosten** durch Reduzierung des Leerstandes aufgrund verbesserter Prozesse im Rahmen der Neuvermietung reduziert werden können.

Die Position **Sonstiges** soll durch eine Reduzierung von bislang extern eingekauften Verwaltungsdienstleistungen bei zugekauften Portfolios gemindert werden. Die Leistung soll zukünftig durch eigene Mitarbeiter erbracht werden.

Die unechten Synergien bei den **Verwaltungskosten** umfassen Personalreduzierungen, Reduktionen des Einkaufes von externen Beratungsleistungen sowie Aufwandsreduzierungen aufgrund der Aufgabe der Notierung der GSW im Prime Standard.

Darüber hinaus werden unechte Synergien aufgrund der Beendigung des Mietvertrages für das Gebäude in der Charlottenstraße erwartet. Diese Kosteneinsparung ist bereits in der Stand Alone Planung der GSW enthalten, da die Beendigung des Mietvertrages schon bei Planerstellung vorgesehen war.

Die der **Deutsche Wohnen** zugeordneten unechten Synergien sind bereits in der Stand-Alone Planung enthalten.

Das **Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung** soll durch verbesserte Prozesse bei der Mieterauswahl bei den zugekauften Portfolios gesteigert werden.

Die **Verwaltungskosten** sollen durch die Ablösung von Fremdverwaltern durch eigene Mitarbeiter bei zugekauften Portfolios reduziert werden.

Darüber hinaus erwartet die Deutsche Wohnen echte Synergieeffekte, die sich aufgrund des Beherrschungsvertrages realisieren lassen. Diese sind von der Bewertungsgutachterin im Rahmen der Bewertung der GSW und der Deutsche Wohnen nicht berücksichtigt worden. Wir haben die erwarteten echten Synergien mit dem Vorstand der Deutsche Wohnen und der Bewertungsgutachterin diskutiert und halten den Nichteinbezug dieser Effekte in die Bewertung für angemessen.

Wir erachten die werterhöhende Berücksichtigung der unechten Synergien, d.h. der Synergien, die nach dem Mehrheitserwerb durch die Deutsche Wohnen unabhängig von dem Beherrschungsvertrag bei der GSW bzw. bei der Deutsche Wohnen erwartet werden, im Rahmen der Ertragswertermittlung entsprechend der Rechtsprechung und den Grundsätzen des IDW S 1 für sachgerecht.

## **1.7 Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse GSW**

### **1.7.1 Zugrundeliegende Planung und Planungsprozess**

Für die GSW wurde nach den Grundsätzen des IDW S 1 – wie vorstehend beschrieben – von einer unbegrenzten Lebensdauer ausgegangen. Da für einen unendlichen Zeitraum eine dezidierte Planung nicht verlässlich ableitbar ist, wurde – wie allgemein bei Unternehmensbewertungen üblich – zwischen einer Detailplanungsphase, einer Phase mit einer fortentwickelten Planungsrechnung sowie der Phase der Ewigen Rente unterschieden. Im vorliegenden Fall wurde die Planung der GSW in Abstimmung mit der Gesellschaft bis zum Jahr 2063 fortentwickelt, um ein normalisiertes, nachhaltiges Ergebnis für die Ewige Rente abzuleiten.

Die der Bewertung der GSW zugrunde gelegte Detailplanungsphase basiert auf der von der GSW zur Verfügung gestellten Planungsrechnung (Mittelfristplanung), welche das Budget für das Jahr 2014 sowie die Planung für die Jahre 2015 bis 2016 umfasst.

Das Budgetjahr wird grundsätzlich im Zeitraum Juli bis Dezember geplant und durch den Aufsichtsrat gebilligt. Die Planung erfolgt durch das Controlling in Abstimmung mit den einzelnen Fachbereichen und dem Vorstand. Auf Basis der Planung des Budgetjahres wird die Planung für die Folgejahre erstellt.

Das Budgetjahr 2014 war am 31. Januar 2014 Gegenstand der Aufsichtsratssitzung. In dieser Sitzung wurden diverse offene Punkte in der Planung identifiziert. Die Planungserstellung ist nach der Aufsichtsratssitzung fortgesetzt worden. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegende Mittelfristplanung hat der Vorstand am 15. April 2014 verabschiedet. Die Mittelfristplanung ist dem Aufsichtsrat zur Kenntnis vorgelegt worden.

Die Planung stellt die aktuelle Erwartung der Gesellschaft zur Geschäftsentwicklung dar. Wir halten die Verwendung dieser Planungsrechnung im Rahmen der Unternehmensbewertung für angemessen.

Die Planungsrechnung der GSW wurde unter Berücksichtigung der Rechnungslegungsgrundsätze nach IFRS auf Konzernebene erstellt. Die Planungsrechnung wurde zunächst entsprechend der bisherigen Vorgehensweise bei der GSW nach dem Umsatzkostenverfahren erstellt und anschließend für die Vergleichbarkeit mit der Planung der Deutsche Wohnen in das Gesamtkostenverfahren übergeleitet. Die Planungsrechnung der GSW umfasst sämtliche konsolidierte Unternehmen des Konzerns, die operativ tätig sind und für die der Vorstand zukünftiges Ertragspotenzial erwartet. Die Ergebnisse der nicht konsolidierten verbundenen Unternehmen, Gemeinschaftsunternehmen und assoziierten Unternehmen wurden in der Planung im Beteiligungsergebnis berücksichtigt. Die GSW-Fonds Weinmeisternornweg 170-178 GbR, die zum 31. Dezember 2013 noch nicht konsolidiert wurde, wird auskunftsgemäß zukünftig konsolidiert und ist in der Planungsrechnung der GSW direkt enthalten. Die sich in Liquidation befindlichen Gesellschaften wurden im Beteiligungsergebnis in 2014 berücksichtigt. Die erwarteten Ergebnisse aus der Liquidation wurden von der Bewertungsgutachterin separat als Sonderwert erfasst.

Die Bewertungsgutachterin hat die für die Jahre 2014 bis 2016 erstellte Unternehmensplanung der GSW grundsätzlich übernommen. Darüber hinaus wurden Modifikationen bzw. Ergänzungen für die folgenden Sachverhalte vorgenommen:

- Berücksichtigung der unechten Synergieeffekte, sofern diese nicht bereits in der Stand Alone Planung enthalten waren.
- Ausgehend von dem von der Gesellschaft geplanten Zinsergebnis hat die Bewertungsgutachterin das Finanzergebnis für Zwecke der Bewertung mittels einer integrierten Finanzbedarfsrechnung in Abstimmung mit der GSW ermittelt.
- Berechnung von Unternehmenssteuern unter Berücksichtigung von steuerlichen Hinzurechnungen und Kürzungen.
- Erweiterung der Unternehmensplanung bis zum Jahr 2063 (fortentwickelte Planungsrechnung) und Ableitung eines nachhaltig erzielbaren Ergebnisses für die Jahre 2064 ff. (Phase der Ewigen Rente).

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

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

### 1.7.2 Planungstreue

Zur Beurteilung der Planungstreue hat die Bewertungsgutachterin einen Soll-Ist-Vergleich auf EBITDA-Ebene durchgeführt. Hierbei wurden die Budgets der Jahre 2011 bis 2013 mit den erzielten Ergebnissen verglichen. Sowohl das Budget als auch die in der Tabelle dargestellten erzielten Ergebnisse basieren auf dem Umsatzkostenverfahren. In der untenstehenden Tabelle ist für ausgewählte Kennzahlen einen Soll-Ist-Vergleich dargestellt:

Planungstreue - GSW in EUR Mio.	Budget	Ist	Abweichung	
			Abs.	in %
<b>Budget 2011</b>				
Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung	147,1	141,1	-6,0	-4,1%
Ergebnis aus Verkauf	2,2	3,3	1,1	50,0%
EBIT vor Bewertungsergebnis	110,1	121,0	10,9	9,9%
<b>Budget 2012</b>				
Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung	153,9	160,0	6,1	4,0%
Ergebnis aus Verkauf	1,6	9,6	8,0	500,0%
EBIT vor Bewertungsergebnis	129,6	138,1	8,5	6,6%
<b>Budget 2013</b>				
Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung	186,7	179,5	-7,2	-3,9%
Ergebnis aus Verkauf	11,3	4,0	-7,3	-64,6%
EBIT vor Bewertungsergebnis	164,3	129,3	-35,0	-21,3%

*Quelle: Prüfungsberichte GSW zum 31. Dezember 2012 und 2013, Managementinformationen*

Die negative Planabweichung in **2011** bzgl. des Ergebnisses aus der Wohnungsbewirtschaftung resultiert insbesondere aus Portfolioveräußerungen, die in größerem Umfang und früher als geplant erfolgten. Gleichzeitig sind die Portfoliozukäufe später als geplant erfolgt. Die weitere Planabweichung im EBIT resultiert im Wesentlichen aus zwei gegenläufigen Effekten. Zum einen waren die Aufwendungen aus dem LTIP nicht geplant und zum anderen waren die Erträge aus dem Verkauf der Anteile an der BMH Berlin Medienhaus GmbH nicht im Budget enthalten.

Das erzielte Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung lag in **2012** über dem Budget. Dies resultiert aus geringeren Aufwendungen im Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung, welche u.a. auf eine Reduktion der Leerstandsquote zurückzuführen sind. Des Weiteren lag das Ergebnis aus Verkauf über dem Budget, da mehr Erlöse aus Privatisierung erzielt wurden als geplant. Das EBIT ist darüber hinaus positiv von den Verkaufserlösen

für die Anteile an der STRABAG Residential Property Services GmbH (ehemals GSW Betreuungsgesellschaft für Wohnungs- und Gewerbebau mbH) beeinflusst worden. Diese positiven Planabweichungen wurden teilweise durch höhere Aufwendungen aufgrund von Akquisitionen, LTIP (bei Planungserstellung noch nicht bekannt gewesen) sowie aufgrund des in 2011 erfolgten Börsenganges und hieraus folgenden nachlaufenden Kosten (z.B. Anstieg Kommunikationskosten etc.) kompensiert.

Die Unterschreitung des Ergebnisses aus der Wohnungsbewirtschaftung in **2013** ist insbesondere auf eine geplante, aber nicht durchgeführte Akquisition eines Immobilienportfolios und die dadurch nicht realisierten Ergebnisse zurückzuführen. Das Ergebnis aus Verkauf lag ebenfalls unter Plan, da Zukaufportfolios Immobilien außerhalb von Berlin enthielten, die teilweise bei der Veräußerung mit Buchwertverlust verkauft wurden. Darüber hinaus sind zusätzliche Aufwendungen im Zusammenhang mit der Übernahme der GSW durch die Deutsche Wohnen, der Rückstellungsbildung für den beabsichtigten Auszug aus dem Objekt in der Charlottenstraße sowie dem Vorstandswechsel entstanden, welche das EBIT negativ beeinflusst haben.

Die Feststellungen der Bewertungsgutachterin haben wir qualitativ sowie quantitativ nachvollzogen. Die Ergebnisse spiegeln zudem die von uns gewonnenen Erkenntnisse aus den Plausibilisierungsgesprächen mit der Gesellschaft wider. Insgesamt halten wir es trotz der Planüber- bzw. -unterschreitungen in der Vergangenheit für sachgerecht, die Planungsrechnung als Grundlage für die Ableitung des Unternehmenswertes heranzuziehen.

### **1.7.3 Planungsplausibilisierung**

Für die Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnungen 2014 bis 2016 sowie die im Rahmen der Unternehmensbewertung von der Bewertungsgutachterin angenommene Entwicklung der GSW bis 2063 haben wir die geplanten Ergebnisse der GSW vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse, der aktuellen wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen sowie des Marktumfeldes analysiert. Hierzu haben wir in einem ersten Schritt die uns zur Verfügung gestellten Unterlagen untersucht. Anschließend haben wir mit den Planungsverantwortlichen seitens der GSW sowie der Bewertungsgutachterin vertiefende Plausibilisierungsgespräche geführt. Ergänzend haben uns die Bewertungsgutachterin und die GSW Dokumente und Analysen bezüglich der Plausibilisierungsschritte der Planungsrechnung zur Verfügung gestellt. Bei Nachfragen wurden uns von den für die Planung der GSW verantwortlichen Personen und der Bewertungsgutachterin bereitwillig zusätzliche Informationen und Dokumente zur Verfügung gestellt sowie mündliche Auskünfte erteilt.

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

#### a) **Wesentliche Marktentwicklung**

Der Wohnimmobilienmarkt in Deutschland wird von zahlreichen Faktoren beeinflusst. Hierzu zählt sowohl die konjunkturelle, demografische als auch die politische Entwicklung in Deutschland. Bedeutende Indikatoren für die konjunkturelle Entwicklung Deutschlands sind das reale Bruttoinlandsprodukt, die Inflationsrate, die Beschäftigung und Arbeitslosenquote sowie das Zinsniveau.

Das reale **Bruttoinlandsprodukt** ist im Verlauf des Jahres 2013 nach vorläufigen Ermittlungen des Statistischen Bundesamtes um 0,4% gestiegen. Damit liegt das Wachstum unter dem der beiden Vorjahre (2012: +0,7%; 2011: +3,0%).<sup>1</sup> Dabei muss allerdings berücksichtigt werden, dass das Wachstum bis zum Jahr 2012 Aufholprozesse der Wirtschaft nach der Wirtschaftskrise im Jahr 2009 widerspiegelt. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes schwanken die Prognosen für das Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes verschiedener Institutionen und Wirtschaftsinstitute zwischen 1,2% und 2,0% und belaufen sich im Durchschnitt auf rund 1,8% für das Jahr 2014. Für 2015 wird ein reales Bruttoinlandsprodukt zwischen 1,4% und 2,5% erwartet, im Durchschnitt 2,0%.

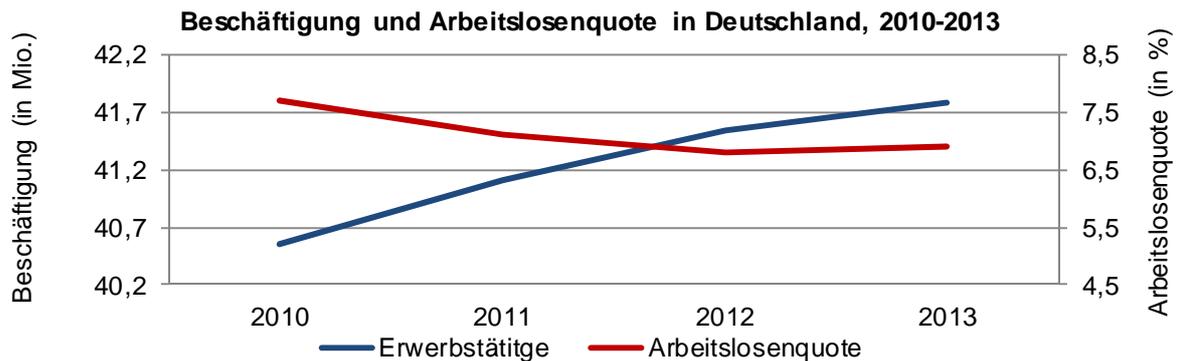
Im Zeitraum zwischen 2000 und 2013 belief sich die durchschnittliche jährliche **Inflationsrate** in Deutschland auf 1,7%, wobei diese im Jahr 2013 1,6% betrug. Im Rahmen ihres Monatsberichtes vom Dezember 2013 prognostiziert die Deutsche Bundesbank eine Inflationsrate von 1,3% für das Jahr 2014 und 1,5% für das Jahr 2015.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) in Deutschland von 2008 bis 2013\*, <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/74644/umfrage/prognose-zur-entwicklung-des-bip-in-deutschland/>, Abruf am 1.4.2014.

<sup>2</sup> Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Dezember 2013.

Als weitere Konjunkturindikatoren werden die Beschäftigung und die Arbeitslosenquote herangezogen. Nach der Bewältigung der Wirtschaftskrise im Jahr 2009 kam es zu einem Anstieg der **Beschäftigungsquote** in Deutschland um 3,0% im Zeitraum 2010 bis 2013. Die Wirtschaftsleistung wurde im Jahr 2013 von rd. 41,8 Mio. Erwerbstätigen mit Wohnort Deutschland erzielt, damit lag die Anzahl der Erwerbstätigen um 0,6% höher als im Vorjahr (41,5 Mio.).<sup>3</sup>



Quelle: Statistisches Bundesamt - Erwerbstätigen in Deutschland

Die **Arbeitslosenquote** ist nach Angaben des Statistischen Bundesamtes von 7,7% im Jahr 2010 auf 6,9% im Jahr 2013 zurückgegangen.<sup>4</sup> Im Vergleich zum Vorjahr 2012 hat sich die Situation auf dem Arbeitsmarkt im Jahr 2013 eher robust entwickelt. Die Arbeitslosenquote blieb mit 6,9% im Jahr 2013 nahezu unverändert im Vergleich zum Vorjahr mit 6,8%. Die Bundesagentur für Arbeit prognostiziert für das Jahr 2014 einen leichten Anstieg der Arbeitslosenquote auf 7,2%.

Das **Zinsniveau** ist nach der Wirtschafts- und Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009 durch die Zinspolitik der Europäischen Zentralbank auf ein historisch niedriges Niveau gefallen. In der jüngeren Vergangenheit ist ein weiterer leichter Rückgang des Zinsniveaus zu beobachten gewesen. Entsprechend den Angaben von Economist Intelligence Unit betrug der nominale Zins im Jahr 2010 3,9%. Bis zum Jahr 2013 ist der nominale Zinssatz weiter auf 2,8% gefallen. Entsprechend den Prognosen von Economist Intelligence Unit wird der nominale Zins von 2,8% im Jahr 2013 auf voraussichtlich 3,8% im Jahr 2017 steigen.<sup>5</sup>

<sup>3</sup> Statistisches Bundesamt - Erwerbstätige in Deutschland.

<sup>4</sup> Statistisches Bundesamt - Erwerbstätigkeit - Arbeitsmarkt.

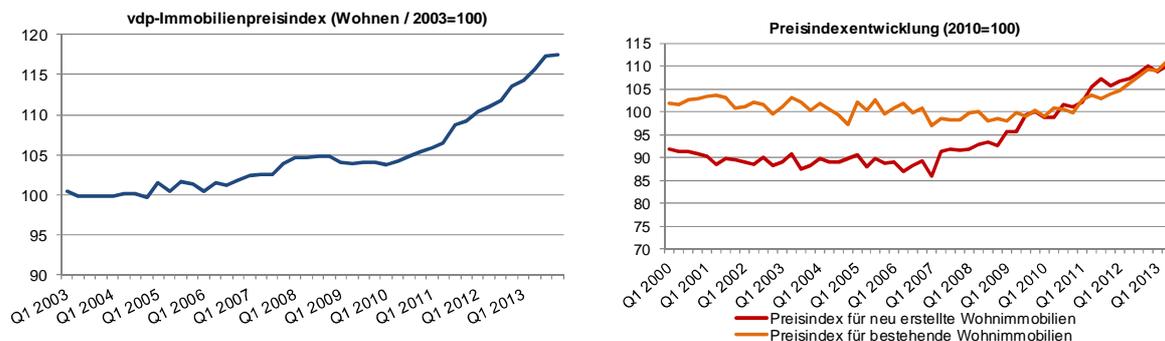
<sup>5</sup> Economist Intelligence Unit: Germany Country Outlook.

Für den Wohnimmobilienmarkt spielt auch die **demografische Entwicklung** eine wichtige Rolle. Nach Schätzungen des Statistischen Bundesamtes ist die Einwohnerzahl im Jahr 2013 auf 80,8 Mio. gegenüber 80,5 Mio. im Jahr 2012 gestiegen, so dass das dritte Jahr in Folge, gegenüber dem jeweiligen Vorjahr, ein Wachstum verzeichnet wurde. Ursächlich hierfür ist die hohe Nettozuwanderung. Das Statistische Bundesamt schätzt die Nettozuwanderung im Jahr 2013 auf über 400.000 Personen. Im Jahr 2012 betrug die Nettozuwanderung in Deutschland 369.900 Personen (2011: 279.330 Personen).<sup>6</sup> Das Statistische Bundesamt erwartet für Deutschland bis zum Jahr 2060 einen Rückgang der Einwohner inkl. Zuwanderer auf 65,7 Mio.

## Der Wohnimmobilienmarkt in Deutschland

Die Stimmung am deutschen Wohnimmobilienmarkt ist positiv. Während in anderen europäischen Ländern die Preise für Wohnimmobilien teilweise stark zurückgegangen sind, ist der deutsche Markt stabil geblieben.<sup>7</sup> Das Institut der deutschen Wirtschaft zählt den deutschen Wohnimmobilienmarkt zu den Gewinnern der Finanzkrise. Diese führte zu einem niedrigen Zinsniveau für Hypothekenkredite und zum anderen erscheinen Investitionen in Immobilien wegen der niedrigen Renditen von Alternativenanlagen und aufgrund unsicheren Finanzmarktumfeldes in neuem Licht.

Die **Preisentwicklung** für Wohnimmobilien ist in den nachfolgenden Schaubildern dargestellt.

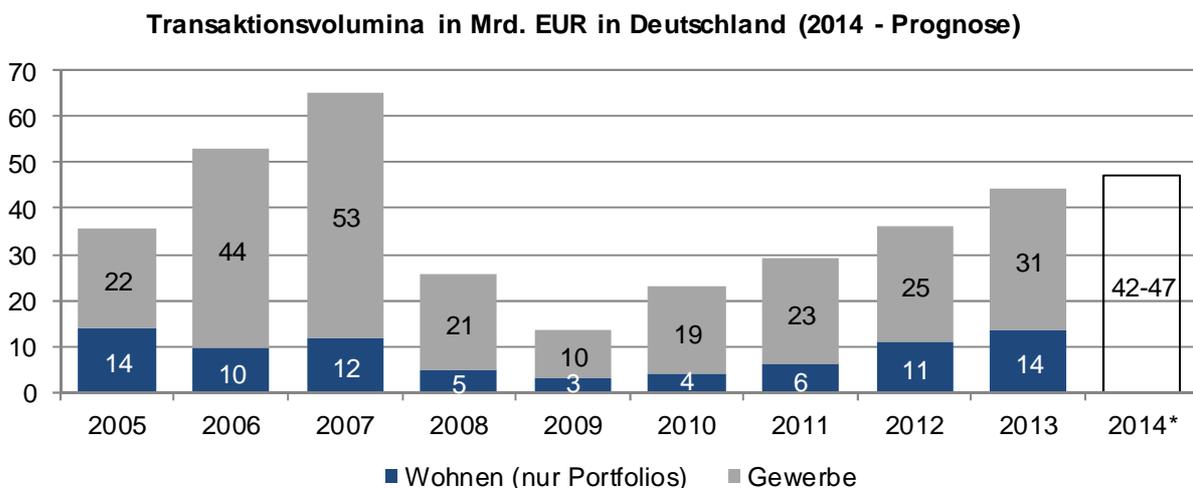


Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, Berechnungen der vdpResearch GmbH auf Grundlage der vdp-Transaktionsdatenbank, Februar 2014; Statistisches Bundesamt

<sup>6</sup> [http://ir.deutsche-wohnen.com/deuwo/pdf/uebernahme/angebotsunterlage\\_de.pdf](http://ir.deutsche-wohnen.com/deuwo/pdf/uebernahme/angebotsunterlage_de.pdf), Abruf am 28.3.2014.

<sup>7</sup> Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung, Expertengespräch Wohnungs- und Immobilienmarkt Deutschland zukunftsfähig gestalten, Berlin 2012.

Auch die **Anzahl der getätigten Transaktionen** in den vergangenen Jahren am deutschen gewerblichen Immobilienmarkt spricht für die positive Entwicklung des Marktes. In über 440 Transaktionen (2012: rund 300) wurden insgesamt mehr als 236.000 Wohneinheiten (2012: rund 200.000) gehandelt. Dabei ist festzustellen, dass das Marktgeschehen zunehmend von den strategischen, an den deutschen Börsen notierten Unternehmen, bestimmt wird. Deren Anteil am Gesamttransaktionsvolumen betrug im Jahr 2013 mehr als 40%.<sup>8</sup> Die Entwicklung des Transaktionsvolumens im Zeitverlauf in Deutschland ist im nachfolgenden Schaubild dargestellt.



Quelle: Ernst & Young, *Trendbarometer Immobilien-Investmentmarkt, Deutschland 2014*

Laut Schätzungen von Jones Lang LaSalle wird der Wohntransaktionsmarkt auch in 2014 überdurchschnittlich abschneiden. Selbst wenn die Zahl der Großtransaktionen abnehmen wird, kann durch Portfolioaufteilungen, Bestandsbereinigungen und weitere Marktkonsolidierungen ein Transaktionsvolumen von mindestens EUR 11 Mrd. erreicht werden.<sup>9</sup>

Im Mittel wurden gewerblich gehandelte Wohnhäuser und Portfolios für etwa 2.900 EUR/m<sup>2</sup> bzw. 220.000 EUR/Wohneinheit gehandelt. Regional differenziert war Berlin der größte Transaktionsmarkt. Im Jahr 2013 wurde in die Bundeshauptstadt mit EUR 6,7 Mrd. mehr als viermal so viel investiert als noch im Vorjahr. Für gewerblich gehandelte Wohnobjekte lag der Preis bei 1.100 EUR/m<sup>2</sup> bzw. 65.000 EUR/Wohneinheit. Die Bruttorendite betrug laut Jones Lang LaSalle im Mittel 7%. Zweistellige Renditen, die in der Vergangenheit nicht nur bei Großportfolien üblich waren, können in den Ballungsräumen nicht mehr erzielt werden. Mit Abstand folgt der Wohnportfoliomarkt im Rhein-Main Gebiet. Dort wurde der Vorjahreswert mehr als verdoppelt und lag bei EUR 523 Mio. (Frankfurt ca. EUR 307 Mio.).<sup>10</sup>

<sup>8</sup> Jones Lang LaSalle, *Gewerblicher Wohnimmobilienmarkt mit Transaktionsvolumen auf 10-Jahres-Hoch*, Januar 2014.

<sup>9</sup> Jones Lang LaSalle, *Wohnungsmarkt Berlin Update 2. Halbjahr 2013*.

<sup>10</sup> Jones Lang LaSalle, *Wohnungsmarkt Berlin Update 2. Halbjahr 2013*.

In Frankfurt und Umgebung konnten Bestandswohnungen in 2013 für durchschnittlich 2.200 EUR/m<sup>2</sup> bzw. 150.000 EUR/Wohneinheit erworben werden (Projektentwicklungen: 3.000 EUR/m<sup>2</sup> bzw. 260.000 EUR/Wohneinheit).<sup>11</sup> Der Transaktionsmarkt in Düsseldorf belief sich auf ca. EUR 300 Mio. im Jahr 2013 und damit zwei Drittel über dem Volumen des Vorjahres. Bei den gewerblichen Wohninvestments lagen die Preise im Mittel bei 1.000 EUR/m<sup>2</sup> bzw. 63.500 EUR/Wohneinheit. Der Wohnungsmarkt in Köln hat sich dabei bundesweit auf Platz drei geschoben mit Preisen von 2.100EUR/m<sup>2</sup> bzw. 150.000 EUR/Wohneinheit im Mittel.<sup>12</sup>

Der deutsche Wohnimmobilienmarkt umfasste im Jahr 2012 41,55 Mio. Wohnungen. In den letzten 40 Jahren wurden mehrere Trends erkennbar: Die Anzahl der Haushalte stieg kontinuierlich bei gleichzeitiger Verringerung der Personen pro Haushalt. Diese Entwicklung resultiert aus der zunehmenden Anzahl von Single- und Zweipersonenhaushalten. Mit dem gestiegenen Anteil der Senioren an der Bevölkerung leben nun auch viele ältere Personen nach dem Verlust des Lebenspartners alleine. Des Weiteren kann beobachtet werden, dass viele junge Menschen in Singlehaushalten – insbesondere in Großstädten – leben. Scheidungen und Alleinerziehende führen zu einem Anstieg der absoluten Anzahl an Haushalten.<sup>13</sup> Entsprechend stieg die Anzahl der Wohnungen von 41,37 Mio. in 2011 auf 41,55 Mio. im Jahr 2012. Des Weiteren kann ein Trend zu einem höheren Wohnbedarf pro Kopf beobachtet werden, was sich auch an den Zahlen bemerkbar macht: So stieg die Durchschnittsgröße einer Wohnung von 90,4 m<sup>2</sup> (2011) auf rund 90,6 m<sup>2</sup> (2012).<sup>14</sup> Inwieweit sich dieser Trend jedoch zukünftig fortsetzen wird, ist bisher unklar.<sup>15</sup>

Die steigende Wohnungsnachfrage führte auch zu einer Trendwende bei der Wohnungsneubautätigkeit. Verliefe diese seit 1996 rückläufig, so ist aufgrund der zunehmenden Wohnungsnachfrage seit Mitte 2009 wieder ein Aufwärtstrend erkennbar. Im Jahr 2010 wurden bereits 5,5% mehr **Baugenehmigungen** (188.000) erteilt als noch in 2009 und 0,5% mehr Wohnungen fertig gestellt (Vorjahr: 160.000). Dieser Trend setzte sich auch in den Folgejahren fort. Im Jahr 2011 wurden mit 228.000 Wohnungen insgesamt 21% mehr Wohnungen genehmigt als im Vorjahr und mit 183.000 Wohnungen 14% mehr fertiggestellt.

---

<sup>11</sup> Jones Lang LaSalle, Wohnungsmarkt Frankfurt Update 2. Halbjahr 2013.

<sup>12</sup> Jones Lang LaSalle, Wohnungsmarkt Düsseldorf Update 2. Halbjahr 2013.

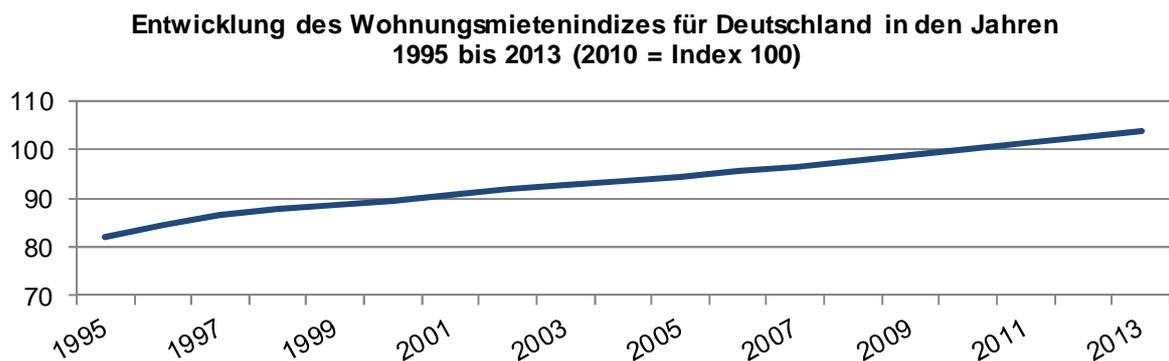
<sup>13</sup> Jones Lang LaSalle, Wohnungsbericht Deutschland 2013.

<sup>14</sup> Statistisches Bundesamt, Gebäude und Wohnungen: Bestand an Wohnungen und Wohngebäuden, Stand Januar 2014.

<sup>15</sup> Bundesinstitut für Bau-, Stadt, und Raumforschung, Wohnungsmärkte im Wandel: Zentrale Ergebnisse der Wohnungsmarktprognose 2025, BBSR-Berichte KOMPAKT.

Auch das ifo Institut für Wirtschaftsforschung bestätigt diese Tendenz und prognostiziert das Wachstum beim Neubau in neu errichteten Wohngebäuden auf etwa 236.000 Wohnungseinheiten bis 2015. Dies würde einen Anstieg von 50% gegenüber 2010 bedeuten.<sup>16</sup> Allerdings zeigt die Städteanalyse stärkere Differenzen bei der Wohnungsneubautätigkeit. Laut dem Immobilienverband Deutschland IVD ist die Anzahl der Genehmigungen in Frankfurt am Main (+83%) und Berlin (+50%) am stärksten gestiegen. In Köln sind die Zahlen mit einem Minus von 26% sogar deutlich rückläufig.<sup>17</sup>

Die positive Tendenz am deutschen Wohnimmobilienmarkt hat sich in den vergangenen Jahren auch im **Mietniveau** niedergeschlagen. So sind die Mieten in Deutschland laut Angaben des Forschungs- und Beratungsunternehmens F+B im Jahr 2013 um 1,3% gestiegen. Das entspräche ungefähr dem Anstieg des Vorjahres von 1,2%. Allerdings ist dabei zu beachten, dass die Mieten bei Neuvermietung um 1,6%, während die Bestandsmieten um lediglich 0,8% gestiegen sind.<sup>18</sup> Die Entwicklung des Wohnungsmietenindizes für Deutschland in den Jahren 1995 bis 2013 ist im nachfolgenden Schaubild dargestellt.



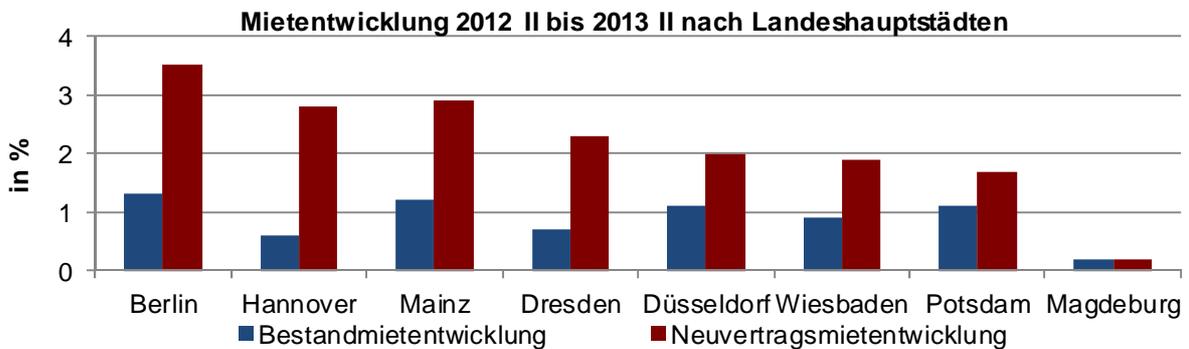
Quelle: Statistisches Bundesamt, Statista 2014

<sup>16</sup> Ifo Institut, Entwicklung des Wohnungsbaus in Deutschland bis 2016 – eine Studie der Bauexperten des ifo Instituts, Februar 2013.

<sup>17</sup> Immobilienverband Deutschland IVD Bundesverband der Immobilienberater, Makler, Verwalter und Sachverständigen e.V., Mietpreisbremse wird positiven Trend bei Baugenehmigungen stoppen, November 2013.

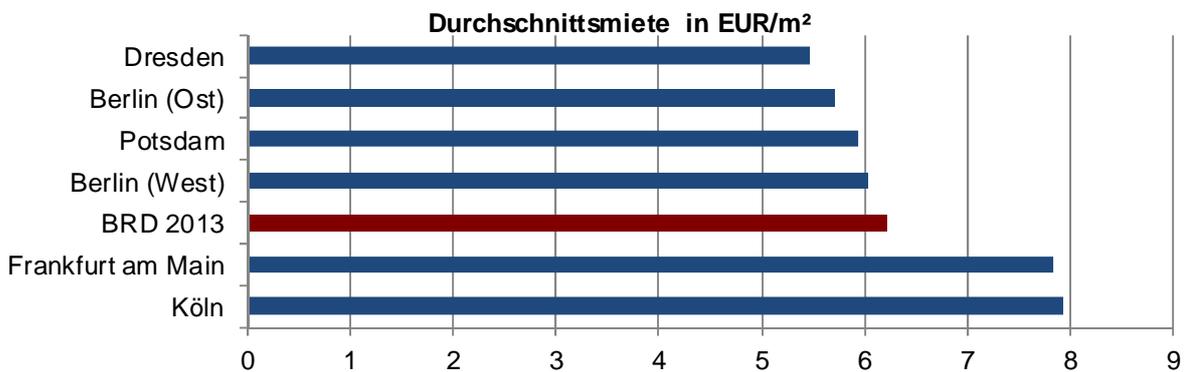
<sup>18</sup> F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt GmbH, Quartalsbericht I-2014, Datenstand Q4 2013; [http://www.haufe.de/immobilien/entwicklung-vermarktung/marktanalysen/ortsuebliche-vergleichsmieten-steigen-um-13-prozent\\_84324\\_219950.html](http://www.haufe.de/immobilien/entwicklung-vermarktung/marktanalysen/ortsuebliche-vergleichsmieten-steigen-um-13-prozent_84324_219950.html), Abruf am 28.3.2014.

Im Gegensatz zur allgemein moderaten Entwicklung der Mieten können regionale Märkte in Deutschland deutlich abweichende Trends aufweisen. Bei der Betrachtung der Steigerungsraten in den relevanten Landeshauptstädten, die in der folgenden Grafik dargestellt sind, werden die Unterschiede in der regionalen Entwicklung erkennbar.



Quelle: F + B Wohn-Index 2013

Im nachfolgenden Schaubild ist die Höhe der Durchschnittsmieten in ausgewählten deutschen Großstädten dargestellt.



Quelle: F + B - Mietspiegelindex 2013

Im zweiten Halbjahr 2013 erreichten die Neuvertragsmieten in **Berlin** eine Höhe von 8,20 EUR/m<sup>2</sup> (zweites Halbjahr 2012: 7,90 EUR/m<sup>2</sup>).<sup>19</sup> Dies resultiert aus der weiter angestiegenen Wohnungsnachfrage. Im Jahr 2013 stieg die Einwohnerzahl der Hauptstadt um rund 47.800 Personen auf über 3,5 Millionen Einwohner. Nach Angaben des Amtes für Statistik Berlin-Brandenburg gab es Ende 2012 in Berlin rund 1,9 Millionen Wohnungen (+5.203 Wohnungen gegenüber dem Vorjahr), wobei über 80% von Ein- oder Zweipersonenhaushalten genutzt wurden.<sup>20</sup>

<sup>19</sup> Jones Lang LaSalle, Wohnungsmarkt Berlin Update 2. Halbjahr 2013.

<sup>20</sup> Amt für Statistik Berlin-Brandenburg, Pressemitteilung Nr. 337 vom 5.12.2013; Amt für Statistik Berlin-Brandenburg, <https://www.statistik-berlin-brandenburg.de/BasisZeitreiheGrafik/BasisMikrozensus.asp?Ptyp=300&Sageb=12002&creg=BBB&anzwer=2>, Abruf am 14.04 2014.

Die durchschnittliche Haushaltsgröße lag im Jahr 2012 bei 1,7 Personen.<sup>21</sup> Des Weiteren stieg zwar die Zahl der fertiggestellten Wohnungen im Jahr 2012 auf 5.417 (+20,6% gegenüber dem Vorjahr), jedoch liegt diese weit unter dem Bedarf.<sup>22</sup> Laut Managementangaben handelt es sich bei einem Großteil der fertiggestellten Wohnungen um Wohnungen aus dem sogenannten Luxussegment. Die Neuvertragsmiete innerhalb der Bezirke schwankte zwischen 5,90 EUR/m<sup>2</sup> (Marzahn-Hellersdorf) und 10,00 EUR/m<sup>2</sup> (Friedrichshain-Kreuzberg). Wenngleich das Mietpreisniveau in Stadtbezirken wie Marzahn-Hellersdorf noch deutlich unterhalb des Durchschnitts liegt, zeigt der Stadtbezirk überdurchschnittliche Preiszuwächse, denn der Nachfragedruck geht mittlerweile über die zentralen und traditionell guten Wohnanlagen hinaus.<sup>23</sup> Die Politik reagiert auf die Verknappung des Wohnangebots mit einer Vielzahl an Maßnahmen, wie beispielsweise dem „Bündnis für soziale Wohnungspolitik und bezahlbare Mieten“, durch das 30.000 Wohnungen bis 2016 entstehen sollen. Insgesamt stiegen die Angebotsmieten seit 2004 durchschnittlich um 1,7% p.a., was ungefähr der Inflationsrate entspricht. Die in den letzten Jahren beobachtete überdurchschnittliche Dynamik wird sich aufgrund des großen Nachfragedrucks voraussichtlich fortführen, wobei die Entwicklung der Einkommen als beschränkender Faktor der Nachfrageseite zukünftig einen langsameren Anstieg erwarten lässt.<sup>24</sup>

In **Frankfurt am Main** stiegen die Angebotsmieten im zweiten Halbjahr 2013 auf Jahres-sicht um 2,5% auf 12 EUR/m<sup>2</sup>. Auch in dieser Stadt ist die Entwicklung durch den Anstieg der Einwohnerzahl um 6.500 Menschen auf rund 685.000 Einwohner begründet. Dies resultiert aus der hohen Geburtenzahl sowie einer hohen Wanderungsdynamik, wobei die höchsten Einwohnerzuwächse die Außenbezirke erfuhren. Analog zu Berlin gibt es zwischen den Bezirken erhebliche Mietpreisspannen. So betrug im zweiten Halbjahr 2013 die durchschnittliche Miete im Bezirk West 9,40 EUR/m<sup>2</sup>, während im Bezirk Westend-Nord und -Süd sowie Bockenheim die durchschnittliche Miete 14,40 EUR/m<sup>2</sup> betrug. Insgesamt wurde seit 2006 ein Anstieg der Angebotsmieten von durchschnittlich 3,5% p.a. festgestellt, was weit über der Inflationsrate liegt. Die Indikatoren aus Nachfrage und Angebot sprechen für weiter steigende Mieten in Frankfurt am Main.<sup>25</sup>

---

<sup>21</sup> Amt für Statistik Berlin-Brandenburg, <https://www.statistik-berlin-brandenburg.de/BasisZeitreiheGrafik/Bas-Mikrozensus.asp?Ptyp=300&Sageb=12002&creg=BBB&anzwer=2>, Abruf am 14.4.2014.

<sup>22</sup> Amt für Statistik Berlin-Brandenburg, Pressemitteilung Nr. 128 vom 13.5.2013.

<sup>23</sup> Jones Lang LaSalle, Wohnungsmarkt Berlin Update 2. Halbjahr 2013; IBB Wohnungsmarktbericht 2013.

<sup>24</sup> IBB Wohnungsmarktbericht 2013.

<sup>25</sup> Jones Lang LaSalle, Wohnungsmarkt Frankfurt-Update 2. Halbjahr 2013.

Durch einen hohen Zuzug wächst auch **Düsseldorf** auf Jahressicht weiter (+0,4%). Dabei erfolgte insbesondere ein Zuwachs in den Stadtteilen Vennhausen und Unterbach aufgrund der Neubauprojekte sowie in den innerstädtischen Stadtteile wie Pempelfort und Bilk. Insgesamt kann beobachtet werden, dass die Anzahl der Haushalte in Düsseldorf trotz eines Anstiegs der Einwohnerzahl sinkt, da die Zahl der jungen Familien, welche sich für zentrale Stadtteile oder Neubauprojekte interessieren, steigt. Nach wie vor dominieren jedoch mit über 60% die Singlehaushalte die zentralen Stadtbezirke.<sup>26</sup> Die durchschnittliche Angebotsmiete betrug im zweiten Halbjahr 2013 9,35 EUR/m<sup>2</sup> und stieg auf Jahressicht somit um 3,8%. Ungefähr die Hälfte der Preissteigerung ist durch Neubauprojekte bedingt. Die niedrigste durchschnittliche Miete wurde in Stadtteilen Garath und Hellerhof gemessen (7,30 EUR/m<sup>2</sup>). Mit 17 EUR/m<sup>2</sup> wurde die Spitzenmiete in Oberkassel erfasst. Insgesamt erhöhten sich die Angebotsmieten seit 2004 im Mittel um 1,8% p.a., was ungefähr der Inflation der Verbraucherpreise entspricht. Aktuell bremst die schwache Entwicklung der hochpreisigen Stadtteile den allgemeinen Aufwärtstrend der Mietpreise. Es bleibt abzuwarten, ob sich der preisliche Aufwärtstrend auch unter Berücksichtigung von zahlreichen Neubauprojekten im Bestand aufrechterhält.

Seit Mitte der neunziger Jahre war der Immobilienmarkt in **Hannover** von einer Stagnation geprägt. Im Durchschnitt lagen die Wohnungsmieten von Anfang der 90er Jahre bis etwa 2008/09 zwischen 5,00 bis 6,00 EUR/m<sup>2</sup>. Seit etwa zwei Jahren ist ein Umbruch spürbar. Bedingt durch eine leicht wachsende Bevölkerung verbunden mit einer sehr geringen Neubautätigkeit und einem höheren Wohnflächenverbrauch entsteht ein Nachfrageüberhang, der im Jahr 2011 zu Preissteigerungen von 15% geführt hat, so dass die Wohnungsmieten auf 6,00 bis 11 EUR/m<sup>2</sup> anstiegen. Nach Schätzungen wird der Markt auch weiterhin von einer zunehmenden Knappheit geprägt sein, da der Zuzug von Außen anhält, ein zunehmender Wohnflächenverbrauch entsteht und die Anzahl von Neubau zu gering sein wird.<sup>27</sup> Auch in **Braunschweig** wird ein Bevölkerungswachstum in Höhe von insgesamt 11% bis 2030 prognostiziert, wobei die Anzahl der Haushalte entsprechend den Marktentwicklungen sogar um 13% ansteigen soll.<sup>28</sup>

---

<sup>26</sup> Jones Lang LaSalle, Wohnungsmarkt Düsseldorf-Update 2. Halbjahr 2013.

<sup>27</sup> Engel&Völkers, Marktinformationen Hannover 2012/2013.

<sup>28</sup> CIMA Institut für Regionalwirtschaft GmbH, Wohnungs- und Standortprognosen 2030 für Niedersachsen im Auftrag der NBANK.

Als wichtiger Indikator liefert die **Leerstandsquote** Informationen zur lokalen und regionalen Nachfrage, aber auch zum Angebot auf Wohnungsmärkten. 2011 betrug die Leerstandsquote bundesweit 4,4%. In Ostdeutschland war die Leerstandsquote mit 7% fast doppelt so hoch wie im Westen (3,7%). Allerdings gibt es auch hier regionale Unterschiede, so dass auch im Osten Leerstandsquoten von 3% und im Westen von über 10% bestehen.<sup>29</sup> Jones Lang LaSalle schätzte beispielsweise die Leerstandsquote Mitte 2013 in Berlin aufgrund der hohen Nachfrage und gleichzeitigen niedrigen Neubauvolumen auf 2%.<sup>30</sup> Dagegen wird die Leerstandsquote in Düsseldorf auf 3,5% geschätzt.<sup>31</sup>

Der rapide Anstieg der Wohnungsmieten in Großstädten soll nach Plänen der Regierung mit Preisbremsen und verstärktem Neubau gestoppt werden. Laut dem Koalitionsvertrag soll der Preisaufschlag bei einer Wiedervermietung gedeckelt werden. Die neue Miete soll die ortsübliche Vergleichsmiete künftig nur um maximal 10% überschreiten dürfen. Nach aktuellem Gesetzesentwurf darf allerdings eine **Mietpreisbremse** nur in "nachgewiesenen angespannten Wohnungsmärkten gelten". Bundesländer und Gemeinden dürfen entscheiden, in welchen Gebieten sie die Bremse einsetzen wollen. Laut dem Gesetzesentwurf können als objektive Kriterien ein besonders niedriger Leerstand, ein überproportionaler Einwohnerzuwachs oder stark steigende Mietpreise bei Neuverträgen angesetzt werden. Als Maßstab soll der örtliche Mietpreisspiegel gelten. Erstvermietungen und sehr umfangreiche Modernisierungen sind aus dem Gesetzesentwurf ausgenommen. Wann das neue Gesetz zur Mietpreisbremse endgültig beschlossen und in Kraft treten wird, ist noch offen.<sup>32</sup>

## b) Wettbewerb

In der Regel stehen für den Mieter die Lage, der Preis sowie die Ausstattung einer Wohnung im Vordergrund, so dass der Vermieter nur eine geringe Rolle bei der Wohnungsauswahl spielt.

Neben den börsennotierten Unternehmen wie Deutsche Annington SE, GAGFAH SA, Colonia Real Estate, GAG Immobilien AG, LEG Immobilien AG und TAG Immobilien AG zählen zu den Wettbewerbern der GSW und Deutsche Wohnen die städtischen Wohnungsgesellschaften, Family Offices sowie ausländische Investoren.

---

<sup>29</sup> Jones Lang LaSalle, Wohnungsmarktbericht Deutschland 2013.

<sup>30</sup> Jones Lang LaSalle, Wohnungsmarkt Berlin-Update 2. Halbjahr 2013.

<sup>31</sup> Jones Lang LaSalle, Wohnungsmarkt Düsseldorf-Update 2. Halbjahr 2013.

<sup>32</sup> Immobilienzeitung.de vom 23.01.2014, Die Welt vom 20.03.2014.

Zu den städtischen Wohnungsbaugesellschaften im Raum Berlin zählen insbesondere die degewo AG, GEWOBAG AG, die HOWOGE Wohnungsbaugesellschaft mbH sowie die WBM Wohnungsbaugesellschaft Berlin-Mitte GmbH.

Die degewo AG, Berlin, hält und bewirtschaftet Mietwohnungen überwiegend im Eigenbestand. Der Bestand beläuft sich auf 73.000 Wohnungen. Kerngeschäftsbereich der degewo AG ist die Bestandsbewirtschaftung. Das Unternehmen agiert schwerpunktmäßig im Land Berlin.

Die GEWOBAG AG, Berlin, hat einen Bestand von rund 57.700 Wohnungen, die sich in Berlin und Brandenburg befinden, sowie 1.500 Gewerberäume. Darüber hinaus bietet die Gesellschaft Immobiliendienstleistungen an. Die Gesellschaft befindet sich im Eigentum des Landes Berlin und ist darauf ausgerichtet, für breite Schichten der Bevölkerung ein qualifiziertes Wohnungsangebot zur Miete bzw. zum Erwerb als Wohneigentum sicherzustellen.

Die HOWOGE Wohnungsbaugesellschaft mbH, Berlin, hat einen Wohnungsbestand von 54.134 Wohnungen, 768 Gewerbeeinheiten sowie 8.634 sonstige Einheiten.

Die WBM Wohnungsbaugesellschaft Berlin-Mitte GmbH, Berlin, bewirtschaftet rund 33.000 Wohnungen, die zum Großteil in Berlin-Mitte liegen. Zum Kerngeschäft der Gesellschaft gehört ebenfalls der Vertrieb von Mietwohnungen, Wohneigentum und Gewerbe sowie die Verwaltung von Eigen- und Fremdbeständen. Darunter sind viele Plattenbauten, die durch Renovierungen aufgewertet werden.

Auf Basis unserer eigenen Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld der Deutsche Wohnen und der GSW erachten wir die Einschätzung der Markt- und Wettbewerbssituation durch die Bewertungsgutachterin für sachgerecht.

### c) Geplante Ergebnisse GSW

Die IFRS-Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen der GSW nach dem Gesamtkostenverfahren für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 inklusive unechter Synergien – im Vergleich zu den bereinigten Ergebnissen der Geschäftsjahre 2011 bis 2013 – sind in der nachfolgenden Tabelle<sup>33</sup> dargestellt:

<b>Gewinn- und Verlustrechnung - GSW</b>	<b>Ist</b>		<b>Ist</b>		<b>Ist</b>		<b>Plan</b>		<b>Plan</b>		<b>Plan</b>	
<b>in EUR Mio.</b>	<b>2011</b>		<b>2012</b>		<b>2013</b>		<b>2014</b>		<b>2015</b>		<b>2016</b>	
<b>Sollmieten</b>	<b>203,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>219,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>244,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>258,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>260,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>261,4</b>	<b>100,0%</b>
Wachstum			8,2%		11,3%		5,7%		0,6%		0,4%	
Erlösschmälerungen	-9,2	-4,5%	-9,0	-4,1%	-8,6	-3,5%	-6,6	-2,6%	-6,7	-2,6%	-6,6	-2,5%
<b>Vertragsmieten</b>	<b>193,9</b>	<b>95,5%</b>	<b>210,9</b>	<b>95,9%</b>	<b>236,2</b>	<b>96,5%</b>	<b>252,2</b>	<b>97,4%</b>	<b>253,7</b>	<b>97,4%</b>	<b>254,8</b>	<b>97,5%</b>
Inkasso	-6,3	-3,1%	-5,4	-2,4%	-5,2	-2,1%	-5,2	-2,0%	-5,3	-2,0%	-5,2	-2,0%
Nicht umlagefähige Betriebskosten	-7,9	-3,9%	-6,3	-2,9%	-6,6	-2,7%	-4,2	-1,6%	-3,4	-1,3%	-2,2	-0,8%
Instandhaltung	-17,7	-8,7%	-18,9	-8,6%	-19,9	-8,1%	-23,7	-9,2%	-23,8	-9,1%	-23,0	-8,8%
Sonstiges	0,5	0,3%	0,3	0,1%	-5,4	-2,2%	-6,3	-2,4%	-4,7	-1,8%	-3,0	-1,1%
Facilita	1,4	0,7%	1,8	0,8%	2,1	0,9%	1,6	0,6%	2,3	0,9%	2,6	1,0%
<b>Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>163,9</b>	<b>80,7%</b>	<b>182,4</b>	<b>83,0%</b>	<b>201,3</b>	<b>82,2%</b>	<b>214,5</b>	<b>82,9%</b>	<b>218,9</b>	<b>84,1%</b>	<b>224,0</b>	<b>85,7%</b>
Verkaufserlöse	56,8	28,0%	68,5	31,1%	110,2	45,0%	50,0	19,3%	41,8	16,1%	41,8	16,0%
Verkaufskosten	-9,0	-4,4%	-8,9	-4,1%	-7,3	-3,0%	-5,7	-2,2%	-5,3	-2,0%	-5,2	-2,0%
Buchwertabgang	-44,0	-21,7%	-49,5	-22,5%	-98,4	-40,2%	-34,4	-13,3%	-29,0	-11,1%	-29,0	-11,1%
<b>Ergebnis aus Verkauf</b>	<b>3,8</b>	<b>1,9%</b>	<b>10,1</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,5</b>	<b>1,8%</b>	<b>9,9</b>	<b>3,8%</b>	<b>7,5</b>	<b>2,9%</b>	<b>7,6</b>	<b>2,9%</b>
Verwaltungskosten	-50,2	-24,7%	-53,2	-24,2%	-50,8	-20,7%	-45,9	-17,7%	-44,3	-17,0%	-41,0	-15,7%
Sonstige Aufwendungen und Erträge	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-0,3	-0,1%	-	0,0%	-	0,0%
<b>Sonstige Aufwendungen und Erträge</b>	<b>-50,2</b>	<b>-24,7%</b>	<b>-53,2</b>	<b>-24,2%</b>	<b>-50,8</b>	<b>-20,7%</b>	<b>-46,2</b>	<b>-17,8%</b>	<b>-44,3</b>	<b>-17,0%</b>	<b>-41,0</b>	<b>-15,7%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>117,6</b>	<b>57,9%</b>	<b>139,4</b>	<b>63,4%</b>	<b>155,0</b>	<b>63,3%</b>	<b>178,3</b>	<b>68,9%</b>	<b>182,1</b>	<b>69,9%</b>	<b>190,7</b>	<b>72,9%</b>
Abschreibungen	-1,0	-0,5%	-0,8	-0,3%	-0,5	-0,2%	-1,0	-0,4%	-0,8	-0,3%	-0,5	-0,2%
<b>EBIT</b>	<b>116,6</b>	<b>57,4%</b>	<b>138,6</b>	<b>63,0%</b>	<b>154,5</b>	<b>63,1%</b>	<b>177,3</b>	<b>68,5%</b>	<b>181,3</b>	<b>69,6%</b>	<b>190,2</b>	<b>72,7%</b>

Quelle: Managementinformationen

<sup>33</sup> In dieser Tabelle sowie in den nachfolgenden Tabellen sind die bewertungstechnischen Modifikationen bzw. Ergänzungen bereits berücksichtigt.

## Vertragsmieten

Die Vertragsmieten ermitteln sich aus den Sollmieten unter Berücksichtigung der Erlöschmälerungen, die sich aus dem Leerstand (Leerstandsquote) ergeben.

Die Vertragsmieten sollen sich in den Jahren 2014 bis 2016 – unter Gegenüberstellung der Geschäftsjahre 2011 bis 2013 – wie folgt entwickeln:

<b>Vertragsmieten - GSW</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>
<b>in EUR Mio.</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Sollmieten Wohnen	179,7	197,9	223,9	237,8	242,0	246,3
Sollmieten andere Nutzungsart	13,5	14,2	15,4	15,9	15,3	14,0
Zuschüsse	9,9	7,9	5,5	5,1	3,0	1,1
<b>Sollmieten</b>	<b>203,1</b>	<b>219,9</b>	<b>244,8</b>	<b>258,8</b>	<b>260,4</b>	<b>261,4</b>
<i>Wachstum</i>		8,2%	11,3%	5,7%	0,6%	0,4%
Erlöschmälerungen	-9,2	-9,0	-8,6	-6,6	-6,7	-6,6
<i>in % zu Sollmieten</i>	-4,5%	-4,1%	-3,5%	-2,6%	-2,6%	-2,5%
<b>Vertragsmieten</b>	<b>193,9</b>	<b>210,9</b>	<b>236,2</b>	<b>252,2</b>	<b>253,7</b>	<b>254,8</b>
<i>Wachstum</i>		8,8%	12,0%	6,8%	0,6%	0,4%

Quelle: Managementinformationen

Das Wachstum der Vertragsmieten in der Vergangenheit ist insbesondere auf ein Wachstum des Portfolios zurückzuführen.

<b>Anzahl und Fläche Wohneinheiten und Gewerbe - GSW</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Wohneinheiten (01.01)	48.776	52.790	58.668	59.949	59.323	58.823
Wohneinheiten (31.12)	52.790	58.668	59.949	59.323	58.823	58.323
Ø Wohneinheiten	50.783	55.729	59.309	59.636	59.073	58.573
Wohnfläche in tm <sup>2</sup> (01.01)	3.003	3.244	3.547	3.616	3.576	3.545
Wohnfläche in tm <sup>2</sup> (31.12)	3.244	3.547	3.616	3.576	3.544	3.513
Ø Wohnfläche in tm <sup>2</sup>	3.124	3.396	3.582	3.596	3.560	3.529
Gewerbefläche in tm <sup>2</sup> (01.01)	101	102	108	113	113	113
Gewerbefläche in tm <sup>2</sup> (31.12)	102	108	113	113	113	113
Ø Gewerbefläche in tm <sup>2</sup>	102	105	110	113	113	113
Sollmieten Wohnen	179,7	197,9	223,9	237,8	242,0	246,3
Sollmieten Wohnen pro m <sup>2</sup> <sup>1)</sup>	5,08	5,22	5,44	5,63	5,74	5,84

<sup>1)</sup> In der Vergangenheit Bestandsmiete zum Jahresende ohne in dem Jahr erworbene oder veräußerte Wohnportfolien; in Planungsrechnung Sollmieten bezogen auf durchschnittliche Wohnfläche inkl. Zuschüsse

Quelle: Managementinformationen

Die Steigerung der Vertragsmieten in 2012 und 2013 jeweils gegenüber dem Vorjahr ist im Wesentlichen auf folgende Effekte zurückzuführen:

Es wurden insbesondere im vierten Quartal 2011 sowie in 2012 Portfolios erworben, wodurch das Gesamtportfolio gewachsen ist.

Die durchschnittliche Bestandsmiete für vermietete Wohnungen ist gestiegen. Die Bestandsmiete zum 31. Dezember 2012 ist auf Like-for-Like Basis, d.h. ohne Berücksichtigung von Portfolios, die im laufenden Jahr ge- oder verkauft wurden, von 5,08 EUR/m<sup>2</sup> auf EUR 5,20 EUR/m<sup>2</sup> gestiegen. Die Bestandsmiete zum 31. Dezember 2013 hat sich auf Like-for-Like Basis von 5,22 EUR/m<sup>2</sup> auf EUR 5,44 EUR/m<sup>2</sup> erhöht.

Die Leerstandsquote bezogen auf die Anzahl der Wohnungen (ohne in 2012 erworbene bzw. veräußerte Portfolios) ist von 3,4% zum 31. Dezember 2011 auf 2,8% zum 31. Dezember 2012 gesunken. Zum 31. Dezember 2013 (ohne in 2013 erworbene bzw. veräußerte Portfolios) erfolgte ein weiterer Abbau von 2,7% auf 2,2%.

Die Entwicklung der Vertragsmieten in den Planjahren 2014 bis 2016 resultiert maßgeblich aus folgenden Annahmen:

Es werden in der Planung keine Portfolioakquisitionen angenommen. Aufgrund von geplanten Portfolioverkäufen entwickelt sich das Portfolio leicht rückläufig, wobei in 2014 im Jahresdurchschnitt das Portfolio noch größer ist als in 2013. Aufgrund dieser Annahme liegt die Wachstumsrate in der Planung deutlich unter der Wachstumsrate im Vergangenheitszeitraum.

Bei den Wohnimmobilien wird in 2014 bezogen auf die Sollbestandsmiete zum 31. Dezember 2013 eine Steigerung über alle Wohnimmobilien in Höhe von 1,9% pro m<sup>2</sup> angenommen. Dabei erfolgte die Planung in 2014 auf Ebene der einzelnen Wohnimmobilien. In 2015 und 2016 wurden Sollmietsteigerungen bezogen auf die durchschnittlichen Sollmieten des Vorjahres in Höhe von 2,5% pro m<sup>2</sup> p.a. über das komplette Portfolio sowie zusätzliche Mietsteigerungen aufgrund von Investitionen in die Modernisierung des Portfolios angenommen. Insgesamt werden hierdurch Sollmietsteigerungen pro m<sup>2</sup> in Höhe von 2,7% pro m<sup>2</sup> p.a. in 2015 und 2016 erwartet. Die Mietsteigerungen sind u.a. auch vor dem Hintergrund zu sehen, dass im Durchschnitt die Bestandsmieten der GSW unterhalb des Marktniveaus liegen.

Es wird eine weitere Reduzierung der Leerstandsquoten bezogen auf die Anzahl der Wohnimmobilien auf 2,0% in 2014 sowie 1,9% in 2015 und 2016 erwartet. Nach unserem Verständnis soll die Verbesserung u.a. auch durch eine bessere Vermarktung freiwerdender Wohneinheiten erreicht werden.

Die Sollmieten aus anderer Nutzungsart, welche im Wesentlichen aus Gewerbeflächen generiert werden, sind ab 2015 aufgrund des geplanten Auszuges der GSW aus dem angemieteten Objekt Charlottenstraße rückläufig, da es in Teilen untervermietet wird.

Die von der GSW erhaltenen Zuschüsse im Rahmen des sozialen Wohnungsbaus im Großraum Berlin werden rückläufig erwartet, womit eine Fortsetzung der Entwicklung der vergangenen Jahre angenommen wird.

Die Bewertungsgutachterin hat die Planungsrechnung zusammen mit der Gesellschaft im Rahmen der Bewertung bis 2063 fortentwickelt. Für den erweiterten Planungszeitraum wurden folgende Annahmen hinsichtlich der Vertragsmieten getroffen:

In 2017 werden noch Verkäufe angenommen. Danach werden keine weiteren Veränderungen im Portfolio erwartet.

Sollmietsteigerungen werden in 2017 und 2018 wie in den Detailplanungsjahren 2015 und 2016 erwartet. Ab 2019 werden die Sollmieten basierend auf folgenden Annahmen geplant: Es wird angenommen, dass die Marktmiete für das Portfolio der GSW zum 31. Dezember 2013 bei 6,16 EUR/m<sup>2</sup> lag und jährlich um 1,0% steigen soll. Darüber hinaus wird erwartet, dass 7,9% der Mieter pro Jahr wechseln und Neumieter Mietverträge auf dem Niveau der Marktmiete abschließen. Für die Bestandsmiete vor Mieterwechsel wird ein jährlicher Anstieg von ebenfalls 1,0% angenommen. Die Annahmen führen dazu, dass in 2031 das Portfolio vollständig zur Marktmiete vermietet wird. Danach steigen die Sollmieten um 1,0% p.a.

In 2017 und 2018 wird eine weitere Verbesserung der Leerstandsquote bezogen auf die Anzahl der Wohneinheiten angenommen, so dass diese auf 1,8% sinkt. Ab 2019 wird von einer konstanten Leerstandsquote ausgegangen.

## Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung

Die Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung setzen sich wie folgt zusammen:

Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung - GSW in EUR Mio.	Ist 2011	Ist 2012	Ist 2013	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016
Inkasso	-6,3	-5,4	-5,2	-5,2	-5,3	-5,2
<i>in % zu Sollmieten</i>	-3,1%	-2,4%	-2,1%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
Nicht umlagefähige Betriebskosten <sup>1)</sup>	-7,9	-6,3	-6,6	-4,2	-3,4	-2,2
<i>in % zu Sollmieten</i>	-3,9%	-2,9%	-2,7%	-1,6%	-1,3%	-0,8%
Instandhaltung	-17,7	-18,9	-19,9	-23,7	-23,8	-23,0
<i>in % zu Sollmieten</i>	-8,7%	-8,6%	-8,1%	-9,2%	-9,1%	-8,8%
Sonstiges <sup>1)</sup>	0,5	0,3	-5,4	-6,3	-4,7	-3,0
<i>in % zu Sollmieten</i>	0,3%	0,1%	-2,2%	-2,4%	-1,8%	-1,1%
<b>Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>-31,4</b>	<b>-30,3</b>	<b>-37,0</b>	<b>-39,3</b>	<b>-37,1</b>	<b>-33,4</b>
<i>in % zu Sollmieten</i>	-15,4%	-13,8%	-15,1%	-15,2%	-14,2%	-12,8%
Facilita	1,4	1,8	2,1	1,6	2,3	2,6
<i>in % zu Sollmieten</i>	0,7%	0,8%	0,9%	0,6%	0,9%	1,0%

<sup>1)</sup> Inklusiv nicht in der Stand Alone Planung berücksichtigter unechter Synergien

Quelle: Managementinformationen

Die Aufwendungen für **Inkasso** umfassen im Wesentlichen Aufwendungen aufgrund von Mietausfällen, Wertberichtigungen auf Forderungen und Rechtskosten. Die Aufwendungen haben sich sowohl absolut gesehen als auch in Relation zur Sollmiete in 2012 und 2013 rückläufig entwickelt. Nach Angaben der Gesellschaft resultiert die Entwicklung aus Kosteneinsparungen und einer verbesserten Zahlungsmoral der Mieter. Basierend auf den Aufwendungen in 2013 wurden im Planungszeitraum die Aufwendungen mit rund 2,0% p.a. im Verhältnis zu den Sollmieten geplant. Diese Quote wurde auch im Rahmen der Fortentwicklung der Planung bis 2063 angenommen.

Ein Teil der **nicht umlagefähigen Betriebskosten** kann aufgrund gesetzlicher Regelungen nicht umgelegt werden. Darüber hinaus können die Betriebskosten teilweise wegen Leerstandes nicht umgelegt werden. Die nicht umlagefähigen Betriebskosten sind in 2012 und 2013 in Relation zu den Sollmieten deutlich gesunken. Die GSW plant einen weiteren Abbau der Betriebskosten. Dies ist einerseits auf die rückläufige Leerstandsquote und andererseits auf eine Verbesserung des Betriebskostenmanagements zurückzuführen. Des Weiteren sollen die nicht umlagefähigen Betriebskosten im Rahmen des Umzuges aus der Charlottenstraße sinken, da aktuell Teile des Gebäudes untervermietet werden, aber nicht alle in diesem Zusammenhang anfallenden Betriebskosten weiterbelastet werden können. Insgesamt strebt die Gesellschaft einen Abbau der nicht umlagefähigen Betriebskosten auf 0,8% der Sollwerte bis 2016 an. Im erweiterten Planungszeitraum wird angenommen, dass die Betriebskosten bis 2018 auf 0,7% der Sollmieten sinken. Anschließend werden Kostensteigerungen von 1,0% p.a. erwartet.

Die **Instandhaltungen** umfassen im Wesentlichen Investitionen und Aufwendungen für laufende Instandhaltungen, Modernisierungen und Instandhaltungen im Rahmen von Mieterwechseln sowie Umlagen für Wohnungseigentümergeinschaften. In der Gewinn- und Verlustrechnung sind nur die nichtaktivierten Instandhaltungen abgebildet. Die folgende Tabelle zeigt sowohl die ergebniswirksamen als auch die aktivierten Instandhaltungen:

<b>Instandhaltung - GSW</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>
<b>in EUR Mio.</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Sollmieten</b>	<b>203,1</b>	<b>219,9</b>	<b>244,8</b>	<b>258,8</b>	<b>260,4</b>	<b>261,4</b>
Instandhaltung (aufwandswirksam)	-17,7	-18,9	-19,9	-23,7	-23,8	-23,0
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>-8,7%</i>	<i>-8,6%</i>	<i>-8,1%</i>	<i>-9,2%</i>	<i>-9,1%</i>	<i>-8,8%</i>
Instandhaltungsinvestitionen (aktiviert)	-19,8	-26,3	-33,5	-33,9	-33,3	-33,1
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>-9,7%</i>	<i>-12,0%</i>	<i>-13,7%</i>	<i>-13,1%</i>	<i>-12,8%</i>	<i>-12,6%</i>
<b>Instandhaltung gesamt</b>	<b>-37,5</b>	<b>-45,3</b>	<b>-53,4</b>	<b>-57,6</b>	<b>-57,1</b>	<b>-56,1</b>
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>-18,5%</i>	<i>-20,6%</i>	<i>-21,8%</i>	<i>-22,3%</i>	<i>-21,9%</i>	<i>-21,4%</i>
Ø Fläche gesamt in tm <sup>2</sup>	3.225	3.501	3.692	3.709	3.673	3.642
Instandhaltung (aufwandswirksam) in EUR pro m <sup>2</sup>	5,49	5,41	5,39	6,39	6,48	6,32
Instandhaltung gesamt in EUR pro m <sup>2</sup>	11,63	12,93	14,45	15,54	15,55	15,39
<i>Aktivierungsquote</i>	<i>52,7%</i>	<i>58,1%</i>	<i>62,6%</i>	<i>58,9%</i>	<i>58,3%</i>	<i>58,9%</i>

*Quelle: Managementinformationen*

Die Gesamtinstandhaltungen, d.h. die aktivierten und nichtaktivierten, sind im Vergangenheitszeitraum sowohl absolut als auch im Verhältnis zu den Sollmieten und im Verhältnis zu den Quadratmetern des Portfolios gestiegen. In der Planung wird angenommen, dass die zu tätigen Instandhaltungen im Wesentlichen den Status Quo erhalten und nur in geringem Umfang Modernisierungen, die dann auch zu Mietsteigerungen führen, enthalten. Hierzu werden in der Planung höhere Instandhaltungen als in der Vergangenheit angenommen. In 2017 und 2018 werden Instandhaltungen auf einem vergleichbaren Niveau wie in 2016 (2017: 15,37 EUR/m<sup>2</sup>; 2018: 15,34 EUR/m<sup>2</sup>) erwartet. Ab 2019 wird ein Anstieg der Instandhaltungen in Höhe von 1,0% p.a. angenommen.

Nach dem Detailplanungszeitraum wird ein schrittweiser Rückgang der Aktivierungsquote angenommen, welche bis 2033 auf 30,0% sinken soll.

Die Position **Sonstiges** beinhaltet die Positionen Marketingaufwendungen, Pachtzahlungen, Verwaltergebühren sowie übrige Positionen. Für 2014 wird angenommen, dass die Verwaltergebühren aufgrund von in der Vergangenheit erworbenen Portfolios zunächst steigen, welches insgesamt zu einem Anstieg der sonstigen Aufwendungen im Vergleich zu 2013 führt. Ab 2015 wird ein deutlicher Rückgang der Verwaltergebühren angenommen, da in der Planung die Übernahme dieser Verwaltungstätigkeiten durch die GSW erwartet wird. In der Fortentwicklung der Planung werden in 2017 und 2018 die sonstigen Aufwendungen auf dem Niveau von 2016 erwartet. Ab 2019 werden jährliche Kostensteigerungen von 1,0% angenommen.

## FACILITA

Die FACILITA erbringt Dienstleistungen im Rahmen des infrastrukturellen und technischen Facility Managements. Diese Leistungen werden zum einen konzernintern erbracht und zum anderen Dritten angeboten. Durch die Dienstleistungen an Dritte wird ein positiver Beitrag zum Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung der GSW generiert. In 2014 wird aufgrund steigender Aufwendungen für Subunternehmen von einem Rückgang ausgegangen. In 2015 und 2016 führen steigende Umsatzerlöse zu einem Anstieg des Ergebnisbeitrages. In der Fortentwicklung der Unternehmensplanung wird ein leichter Rückgang des Ergebnisbeitrages in 2017 (EUR 2,5 Mio.) erwartet, welcher in 2018 konstant bleibt und anschließend um 1,0% p.a. wächst.

### Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung

<b>Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung - GSW</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>
<b>in EUR Mio.</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>163,9</b>	<b>182,4</b>	<b>201,3</b>	<b>214,5</b>	<b>218,9</b>	<b>224,0</b>
<i>Wachstum</i>		<i>11,3%</i>	<i>10,3%</i>	<i>6,6%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,3%</i>
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>80,7%</i>	<i>83,0%</i>	<i>82,2%</i>	<i>82,9%</i>	<i>84,1%</i>	<i>85,7%</i>

*Quelle: Managementinformationen*

Die Zunahme des Ergebnisses aus der Wohnungsbewirtschaftung liegt in der Planung unterhalb des Wachstums in 2012 und 2013. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Vergangenheit der GSW durch Akquisitionen geprägt wurde, in der Planung jedoch keine Akquisitionen von Portfolios angenommen werden. Im Verhältnis zu den Sollmieten steigt das Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung in den Jahren 2014 bis 2016 überproportional und liegt auf einem höheren Niveau als in der Vergangenheit.

Bis zum Jahr 2033 wird eine kontinuierliche Abnahme des Ergebnisses aus der Wohnungsbewirtschaftung auf 81,1% der Sollmiete erwartet. Dies ist auf die Annahme zurückzuführen, dass die Aktivierungsquote der Instandhaltungen schrittweise bis 2033 auf 30,0% sinkt, wodurch die ergebniswirksamen Instandhaltungsaufwendungen überproportional steigen. Die gesamten Instandhaltungen, d.h. die aktivierten sowie die ergebniswirksam erfassten Instandhaltungen, entwickeln sich jedoch unterproportional zu den Sollmieten. Dies liegt an der Angleichung der Mieten der GSW an das Marktniveau.

Auf Basis der geführten Gespräche, der zur Unterlegung von Annahmen erhaltenen Unterlagen sowie unserer Plausibilisierungsarbeiten erscheint uns das in der Detailplanung sowie in der Fortentwicklung der Planungsrechnung geplante Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung angemessen.

## Ergebnis aus Verkauf

In der Detailplanung werden Verkäufe von Wohneinheiten angenommen. Diese stellen sich wie folgt dar:

<b>Ergebnis aus Verkauf - GSW</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>
<b>in EUR Mio.</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Verkaufserlöse</b>	<b>56,8</b>	<b>68,5</b>	<b>110,2</b>	<b>50,0</b>	<b>41,8</b>	<b>41,8</b>
Verkaufte Fläche in tm <sup>2</sup>	58,9	56,8	113,6	40,1	31,5	31,5
Verkaufserlös je m <sup>2</sup> (in EUR)	965	1.206	970	1.247	1.328	1.328
<b>Verkaufskosten</b>	<b>-9,0</b>	<b>-8,9</b>	<b>-7,3</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5,3</b>	<b>-5,2</b>
<i>in % zu Verkaufserlösen</i>	<i>-15,9%</i>	<i>-13,0%</i>	<i>-6,6%</i>	<i>-11,4%</i>	<i>-12,7%</i>	<i>-12,4%</i>
<b>Buchwertabgang</b>	<b>-44,0</b>	<b>-49,5</b>	<b>-98,4</b>	<b>-34,4</b>	<b>-29,0</b>	<b>-29,0</b>
<i>in % zu Verkaufserlösen</i>	<i>-77,4%</i>	<i>-72,2%</i>	<i>-89,3%</i>	<i>-68,8%</i>	<i>-69,4%</i>	<i>-69,4%</i>
<b>Ergebnis aus Verkauf</b>	<b>3,8</b>	<b>10,1</b>	<b>4,5</b>	<b>9,9</b>	<b>7,5</b>	<b>7,6</b>
<i>Marge</i>	<i>6,7%</i>	<i>14,8%</i>	<i>4,1%</i>	<i>19,8%</i>	<i>17,9%</i>	<i>18,2%</i>

*Quelle: Managementinformationen*

Insgesamt hat die Gesellschaft vier Portfolios definiert, die zur Veräußerung bestimmt sind. Von den vier Portfolios werden annahmegemäß zwei vollständig in 2014 verkauft. Die anderen beiden Portfolios sollen bis 2017 veräußert werden. Die in der Planung angenommenen Verkaufspreise je Portfolio wurden von der GSW basierend auf Marktrecherchen sowie Erfahrungswerten bestimmt.

Den Verkaufserlösen ist der Buchwertabgang der Wohnimmobilien gegenüberzustellen.

Die geplanten Verkaufskosten umfassen im Wesentlichen Provisionszahlungen an die Vermittler. Die Aufwendungen für die Vermittler basieren auf einer Schätzung der Vermittlerkosten pro m<sup>2</sup> je Portfolio. Die Vermittlerkosten pro m<sup>2</sup> je Portfolio werden dabei in der Planung konstant angenommen.

Auf Basis der geführten Gespräche, der zur Unterlegung von Annahmen erhaltenen Unterlagen sowie unserer Plausibilisierungsarbeiten erscheint uns das geplante Ergebnis aus Verkauf angemessen.

## Sonstige Aufwendungen und Erträge

Die sonstigen Aufwendungen und Erträge umfassen im Wesentlichen Verwaltungskosten. Diese setzen sich zusammen aus Personal- und Sachkosten.

<b>Sonstige Aufwendungen und Erträge - GSW</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>
<b>in EUR Mio.</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Personalkosten	-29,2	-31,3	-29,5	-27,9	-28,0	-25,8
Sachkosten	-20,9	-21,9	-21,3	-18,0	-16,4	-15,2
Verwaltungskosten <sup>1)</sup>	-50,2	-53,2	-50,8	-45,9	-44,3	-41,0
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>-24,7%</i>	<i>-24,2%</i>	<i>-20,8%</i>	<i>-17,7%</i>	<i>-17,0%</i>	<i>-15,7%</i>
Sonstige Aufwendungen und Erträge	-	-	-	-0,3	-	-
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
<b>Sonstige Aufwendungen und Erträge</b>	<b>-50,2</b>	<b>-53,2</b>	<b>-50,8</b>	<b>-46,2</b>	<b>-44,3</b>	<b>-41,0</b>
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>-24,7%</i>	<i>-24,2%</i>	<i>-20,8%</i>	<i>-17,8%</i>	<i>-17,0%</i>	<i>-15,7%</i>

<sup>1)</sup> Inklusiv nicht in der Stand Alone Planung berücksichtigter unechter Synergien

Quelle: Managementinformationen

Die Personalkosten werden in 2014 aufgrund von Einsparungen im Verwaltungsbereich rückläufig gegenüber 2013 erwartet. In 2015 wird ein leichter Anstieg der Personalaufwendungen erwartet. Der Rückgang in 2016 ist auf die unechten Synergien zurückzuführen.

Die Sachkosten umfassen insbesondere Beratungs-, EDV-, Raumkosten und Versicherungen. Der Rückgang der Sachkosten im Planungszeitraum ist insbesondere auf den Auszug aus dem Gebäude in der Charlottenstraße zurückzuführen. Darüber hinaus werden ab 2015 geringere Projektaufwendungen erwartet.

In der Fortentwicklung der Planung wird angenommen, dass die Sachkosten absolut gesehen in 2016 ihren Tiefststand erreichen und in 2017 und 2018 konstant bleiben. Ab 2019 wird für die gesamten Verwaltungskosten ein Anstieg in Höhe von 1,0% angenommen.

## Abschreibungen

Die Abschreibungen werden im Planungszeitraum auf dem Niveau der Vergangenheit erwartet.

## EBIT

<b>EBIT - GSW</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>
<b>in EUR Mio.</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Sollmieten	203,1	219,9	244,8	258,8	260,4	261,4
Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung	163,9	182,4	201,3	214,5	218,9	224,0
Ergebnis aus Verkauf	3,8	10,1	4,5	9,9	7,5	7,6
Verwaltungskosten	-50,2	-53,2	-50,8	-45,9	-44,3	-41,0
Sonstige Aufwendungen und Erträge	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0
Abschreibungen	-1,0	-0,8	-0,5	-1,0	-0,8	-0,5
<b>EBIT</b>	<b>116,6</b>	<b>138,6</b>	<b>154,5</b>	<b>177,3</b>	<b>181,3</b>	<b>190,2</b>
<i>Wachstum</i>		<i>18,9%</i>	<i>11,4%</i>	<i>14,8%</i>	<i>2,3%</i>	<i>4,9%</i>
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>57,4%</i>	<i>63,0%</i>	<i>63,1%</i>	<i>68,5%</i>	<i>69,6%</i>	<i>72,7%</i>

Quelle: Managementinformationen

Das EBIT liegt in den Detailplanungsjahren über dem bereinigten EBIT im betrachteten Vergangenheitszeitraum. Auch die EBIT-Marge im Verhältnis zu den Sollmieten liegt in der Detailplanung über den Margen in der Vergangenheit. Dies ist einerseits auf die Verbesserung des Ergebnisses aus der Wohnungsbewirtschaftung (sowohl absolut als auch in Relation zu den Sollmieten) zurückzuführen und andererseits auf eine höhere Marge bei den Verkäufen. Darüber hinaus werden die Verwaltungskosten rückläufig angenommen.

Auf Basis unserer Analysen und den vorstehenden Erläuterungen erachten wir die Planung des EBIT als plausibel.

### Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

Aus Darstellungsgründen wurden die Posten der Gewinn- und Verlustrechnung für den erweiterten Planungszeitraum 2017 bis 2063 barwertäquivalent in ein annuitätisches Ergebnis für die Jahre 2017 ff. umgerechnet.

Im Rahmen der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses sind die Jahre 2017 und 2018 analog zu den Detailplanungsjahren 2015 und 2016 geplant worden. Die letzten Portfolioverkäufe sollen im Jahr 2017 erfolgen.

Ab dem Jahr 2019 wurde die Angleichung des Mietniveaus der GSW an das Marktniveau modelliert, welches im Jahr 2031 erreicht werden soll. Sofern die Aufwendungen abhängig von der Entwicklung der Sollmieten sind (z.B. Erlösschmälerungen), wachsen diese proportional zu den Sollmieten. Die anderen Aufwendungen als auch die Sollmieten nach 2031 werden in Höhe der Wachstumsrate von 1,0% fortgeschrieben. Die einzige Ausnahme stellen die Instandhaltungen dar, die ergebniswirksam stärker wachsen. Dies ist jedoch nur auf einen Rückgang der Aktivierungsquote zurückzuführen.

Die Bewertungsgutachterin hat das Ergebnis ab 2064 ff. basierend auf der Fortentwicklung der Planung bis 2063 und einer Wachstumsrate in Höhe von 1,0% angenommen. Durch die Fortentwicklung der Planung befindet sich das Unternehmen bei Übergang in die Ewige Rente in einem eingeschwungenen Zustand, indem sowohl auf der Ertrags- und Aufwandsseite als auch aus Investitionssicht keine Nachhol- oder Aufholeffekte zu erwarten sind.

Wir weisen darauf hin, dass eine Fortschreibung des letzten Planjahres nicht zwingend ist, sondern dass es auch sachgerecht sein kann, für die Ewige Rente einen Durchschnitt des Detailplanungszeitraums anzusetzen (vgl. OLG München, 31. März 2008, 31 Wx 88/086, Beschlusstext Tz. 23 sowie OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09, Beschlusstext S. 14, mit Hinweis auf konjunkturelle Schwankungen; Ernst/Schneider/Thielen, Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen, 3. Aufl., 2008, S. 44, die davor warnen, völlig unrealistische Ergebnisse in die Zukunft fortzuschreiben; Peemöller/Kunowski, Ertragswertverfahren nach IDW, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., 2012, S. 275, 309). Da mit der prozentualen Fortschreibung eine sachgerechte Alternative gewählt wurde, besteht aus unserer Sicht kein Anlass, diesen Ansatz durch andere, ebenfalls nur vertretbare Annahmen zu ersetzen (vgl. OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09, Beschlusstext S. 13).

Nach unseren Gesprächen mit dem Vorstand der GSW über die relevanten Erfolgsfaktoren sowie unter Zugrundelegung der Ergebnisse unserer Markt- und Wettbewerbsanalyse erachten wir sowohl die Fortschreibung der Ergebnisse im erweiterten Planungszeitraum bis 2063 als auch das nachhaltige Ergebnis für angemessen.

An Stelle der Abschreibungen sind bei der einem nachhaltigen Ergebnis zugrunde liegenden langfristigen Betrachtungsweise die zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebes durchschnittlichen Reinvestitionsausgaben anzusetzen. Die nachhaltige Reinvestitionsrate wurde auf Grundlage der in der Detailplanungsphase geplanten Investitionen und Abschreibungen unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate sowie in Übereinstimmung mit den Einschätzungen des Vorstandes der GSW abgeleitet.

Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses erfolgte nach unserer Auffassung sachgerecht.

### **Würdigung der Planungsrechnung**

Wir haben die uns vorgelegte Planung der GSW sowie deren Fortentwicklung im erweiterten Planungszeitraum und die Prognose des nachhaltigen Ergebnisses durch die Bewertungsgutachterin inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen.

Nach unseren Analysen sind in der zugrunde liegenden Unternehmensplanung der GSW die künftig zu erwartenden wesentlichen Erfolgsbeiträge abgebildet. Vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse, der erwarteten wirtschaftlichen und demografischen Rahmenbedingungen halten wir diese für angemessen. Sowohl die von der Bewertungsgutachterin durchgeführten Marktanalysen als auch unsere eigenen bestätigen diese Entwicklung.

Auf Basis der geführten Gespräche, der zur Unterlegung von Annahmen erhaltenen Unterlagen sowie unserer Plausibilisierungsarbeiten erscheinen uns die vorliegende und der Bewertung zugrunde liegende Unternehmensplanung sowie deren Fortentwicklung im erweiterten Planungszeitraum und das nachhaltig angesetzte Ergebnis angemessen.

Die Planung beruht insgesamt auf nachvollziehbaren Prämissen sowie einem methodisch geeigneten Planungsprozess und spiegelt die zukünftige Ertragskraft der GSW angemessen und sachgerecht wider.

#### **1.7.4 Finanzergebnis**

Das Finanzergebnis umfasst das Zins- und das Beteiligungsergebnis.

Das **Zinsergebnis** ist von der Bewertungsgutachterin ausgehend von dem von der Gesellschaft geplanten Zinsergebnis basierend auf den Konditionen des aktuellen Kreditportfolios sowie den geplanten Entwicklungen im Immobilien-Portfolio weiterentwickelt worden. Für die Jahre der Detailplanung 2014 bis 2016 sowie auch in der Fortentwicklung der Planung bis 2063 wurden die Zinserträge und -aufwendungen ausgehend von der Konzernbilanz zum 31. Dezember 2013, der Ergebnis- und Investitionsplanung, der Finanzierungsstruktur sowie den Ausschüttungsannahmen von der Bewertungsgutachterin integriert auf Basis von Plan-Bilanzen und Plan-Cash-Flow-Rechnungen abgeleitet, um liquiditätswirksame Auswirkungen der Plan-Bilanzen sowie der Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen zu berücksichtigen.

In der Detailplanung wurde ein leichter Anstieg der Zinssätze für Immobiliendarlehen von ca. 3,7% in 2014 auf 3,8% in 2016 angenommen. Die Zinssätze wurden auf Basis der laufenden Darlehen und der angenommenen Tilgungen abgeleitet. Im erweiterten Planungszeitraum wird bis 2021 ein schrittweiser Anstieg des Zinssatzes auf 4,00% erwartet. Dieser Zinssatz leitet sich aus einem angenommenen risikolosen Basiszinssatz in Höhe von 2,50% und einem Spread in Höhe von 1,50% ab. Der Spread liegt auf einem vergleichbaren Niveau von in der Vergangenheit abgeschlossenen Darlehensverträgen. Der Zinsaufwand enthält darüber hinaus Zinsaufwendungen aus Finanzierungsleasing, Pensionen, Vorfälligkeitsentschädigungen sowie Zinseffekte aus der Aufzinsung von Darlehen und Amortisierung von kapitalisierten Finanzierungskosten. Die Bewertungsgutachterin hat

des Weiteren Zinserträge aus liquiden Mitteln – sofern diese nicht betriebsnotwendig sind – erfasst.

Das geplante **Beteiligungsergebnis** umfasst die nicht konsolidierten verbundenen Unternehmen, Gemeinschaftsunternehmen und assoziierten Unternehmen. Darüber hinaus wurden in 2014 Beteiligungserträge aus sich in Liquidation befindlichen Gesellschaften berücksichtigt. Die erwarteten Ergebnisse aus der Liquidation wurden von der Bewertungsgutachterin als Sonderwert in der Bewertung berücksichtigt.

Wir konnten die Ableitung des Finanzergebnisses inhaltlich nachvollziehen und halten diese mit Blick auf unsere Analysen und Gespräche mit dem Management der GSW sowie der Bewertungsgutachterin methodisch für sachgerecht und plausibel.

#### 1.7.5 Unternehmenssteuern

Bei der Wertermittlung wurden die Überschüsse um die auf Unternehmensebene anfallenden definitiven Steuerbelastungen gekürzt. Als betriebliche Ertragsteuern wurden von der Bewertungsgutachterin die Gewerbesteuer mit einem Gewerbesteuersatz in Höhe von 14,35% unter Berücksichtigung eines Hebesatzes von 410% sowie die Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag entsprechend des derzeit gültigen Steuersystems sachgerecht berücksichtigt.

Bei der Ermittlung der steuerlichen Bemessungsgrundlage sowie der Ertragsteuern wurden – soweit vorhanden – wesentliche Abweichungen zwischen dem HGB-Vorsteuerergebnis und dem Ergebnis nach steuerlichen Gewinnermittlungsvorschriften in die Berechnung einbezogen.

Zum 31. Dezember 2013 bestanden bei der GSW auskunftsgemäß gewerbesteuerliche Verlustvorträge in Höhe von EUR 1,5 Mrd. sowie körperschaftsteuerliche Verlustvorträge in Höhe von EUR 1,5 Mrd. Als Folge des Erwerbes der Anteile der GSW durch die Deutsche Wohnen geht die Gesellschaft von einem Untergang der auf Ebene der GSW bestehenden Verlustvorträge gemäß § 8c KStG aus. Soweit die Verlustvorträge die gesamten zum Zeitpunkt des Erwerbes vorhandenen stillen Reserven des Betriebsvermögens der GSW nicht übersteigen, kann gemäß § 8c Abs. 1 S. 6 KStG der Verlustvortrag weiterhin abgezogen werden. Die Gesellschaft geht in diesem Zusammenhang davon aus, dass weiterhin rund EUR 0,7 Mrd. Verlustvorträge nicht untergehen. Folglich wurde im Planungszeitraum ein Verlustvortrag in Höhe von EUR 0,7 Mrd. bei der Ermittlung der Gewerbesteuerbelastung als auch bei der Körperschaftsteuerbelastung berücksichtigt, welcher zu einer Minderung der Steuerbelastung führte.

Die GSW unterliegt den Regelungen zur Zinsschranke, die die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen im Rahmen der steuerlichen Einkommensermittlung beschränkt. Es ist daher nicht ausgeschlossen, dass in der Zukunft steuerliche Belastungen aus diesen Regelungen resultieren können, da dies bisher bei der GSW noch nicht Gegenstand von Betriebsprüfungen war. Zum Vorteil der Minderheitsaktionäre hat die Bewertungsgutachterin angenommen, dass auch weiterhin keine Abzugsbegrenzung der Zinsaufwendungen vorliegen wird, so dass auch im gesamten Planungszeitraum die vollständigen Zinsaufwendungen die steuerliche Bemessungsgrundlage gemindert haben.

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

#### **1.7.6 Minderheitenanteile**

Die unterhalb des Ergebnisses nach Unternehmenssteuern ausgewiesenen Minderheitenanteile betreffen den Anteil des geplanten Jahresüberschusses, der auf konzernfremde Anteilseigner entfällt. Der Minderheitenanteil in der Planung wurde auf Basis des prozentualen Minderheitenanteiles am Konzernergebnis 2013 geplant.

#### **1.7.7 Erwartete Nettoausschüttungen**

Für den Planungszeitraum 2014 bis 2063 hat die Bewertungsgutachterin in Abstimmung mit der Gesellschaft eine Ausschüttung in Höhe von 60% der Funds from Operations vor Verkauf (FFO ohne Verkauf) angenommen. Der FFO ohne Verkauf spiegelt das Ergebnis der operativen Geschäftstätigkeit vor Abschreibungen und Veräußerungsergebnis wider.

Der in der Detailplanungsphase 2014 bis 2016 nicht ausgeschüttete Ergebnisanteil wird annahmegemäß zur Finanzierung der Investitionen und zum Schuldenabbau verwendet. Dies führt zu einer Verbesserung des Zinsergebnisses und der Kapitalstruktur. Zwischen dem Jahr 2017 und 2042 wird das nicht ausgeschüttete Ergebnis vollständig den Anteilseignern als Wertbeitrag aus Thesaurierung zugerechnet. Ab dem Jahr 2043 wird eine Innenfinanzierung in Höhe von EUR 6 Mio. bis EUR 11 Mio. p.a. zur Sicherung eines konstanten Beleihungsauslaufs angenommen. Der Restbetrag wird als Wertbeitrag aus Thesaurierung den Anteilseignern zugerechnet.

Zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums in der Ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin zutreffend eine Thesaurierung in Höhe von 1,0% bezogen auf das Eigenkapital zum Ende des Jahres 2063 errechnet.

Für die Ewige Rente wurde von der Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote in Höhe von 50% des zur Ausschüttung verfügbaren Ergebnisses angesetzt. Diese liegt auch

in der Bandbreite von historisch für den deutschen Markt beobachteten Ausschüttungsquoten. Diese lagen entsprechend einer Untersuchung zwischen 40% und 70%.<sup>34</sup> Wir erachten die angesetzte Ausschüttungsquote unter Berücksichtigung des Ausschüttungsverhaltens der GSW vergleichbarer börsennotierter Unternehmen als angemessen.

Für die Wertbeiträge aus Ausschüttung hat die Bewertungsgutachterin die persönlichen Steuern zutreffend unter Berücksichtigung der Abgeltungsteuer berechnet. Für die Abgeltungsteuer wurde ein Steuersatz in Höhe von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5% angesetzt (insgesamt 26,375%).

Die als Wertbeiträge aus Thesaurierungen zugerechneten Beträge wurden mit einer effektiven Abgeltungsteuer belastet, die typisierend unter Berücksichtigung einer langen Halbdauer in Höhe von 12,5% (hälftiger nomineller Steuersatz) zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt wurde (insgesamt 13,188%).

Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektiver Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich. Bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen i.S.d. IDW S 1 i.d.F. 2008 werden der Typisierung im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person zugrunde gelegt. Hierzu sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativrendite zu treffen. Entsprechend den Empfehlungen des IDW ist die Bewertungsgutachterin bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern von den Verhältnissen einer inländischen, natürlichen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person als Anteilseigner ausgegangen. In Übereinstimmung mit dem seit dem Jahr 2009 geltenden Abgeltungsteuersystem wurde die persönliche Steuer auf Ausschüttungen mit 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Der Besteuerung eines im Zeitablauf entstehenden Wertzuwachses wurde von der Bewertungsgutachterin sachgerecht durch die Berücksichtigung einer jährlichen effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung von 12,5% zuzüglich Solidaritätszuschlag Rechnung getragen.

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

---

<sup>34</sup> Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel: Weiterentwicklung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1), WPg 17/2004, S. 894.

### 1.7.8 Zu kapitalisierende Ergebnisse

Die Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse unter Berücksichtigung der Berechnung der Ertragsteuern auf die Ausschüttung sowie der unmittelbaren Zurechnung der thesaurierten Mittel beim Anteilseigner haben wir rechnerisch nachvollzogen. Grundsätzlich basiert die Unternehmensbewertung auf einer fortentwickelten Planungsrechnung bis 2063 und einer nachfolgenden Ewigen Rente. Aus Darstellungsgründen wurden die Posten der Gewinn- und Verlustrechnung für die fortentwickelte Planungsrechnung bis 2063 und die Ewige Rente barwertäquivalent in ein annuitätisches nachhaltiges Ergebnis umgerechnet.

<b>Zu kapitalisierende Ergebnisse - GSW in EUR Mio.</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>Ewige Rente</b>
<b>EBIT</b>	<b>177,3</b>	<b>181,3</b>	<b>190,2</b>	<b>179,9</b>
Finanzergebnis	-82,3	-80,1	-80,0	-68,5
<b>Ergebnisse vor Unternehmensteuern</b>	<b>94,9</b>	<b>101,2</b>	<b>110,2</b>	<b>111,4</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-3,7	-4,1	-5,2	-17,9
<b>Ergebnisse nach Unternehmenssteuern</b>	<b>91,2</b>	<b>97,1</b>	<b>105,0</b>	<b>93,5</b>
Minderheiten zustehende Ergebnisse	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
<b>Ergebnisse nach Minderheiten</b>	<b>91,0</b>	<b>97,0</b>	<b>104,8</b>	<b>93,4</b>
Thesaurierung (Innenfinanzierung)	-30,0	-32,1	-35,5	-1,3
Wachstumsthesaurierung				-2,3
Wertbeitrag aus Ausschüttung	61,0	64,9	69,3	55,0
Ertragsteuer auf Ausschüttung	-16,1	-17,1	-18,3	-14,5
Wertbeitrag aus Thesaurierung	0,0	0,0	0,0	34,8
Effektive Ertragsteuer auf Thesaurierung	0,0	0,0	0,0	-4,6
<b>Zu kapitalisierende Ergebnisse</b>	<b>44,9</b>	<b>47,8</b>	<b>51,0</b>	<b>70,7</b>

## **1.8 Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse Deutsche Wohnen**

### **1.8.1 Zugrundeliegende Planung und Planungsprozess**

Für die Deutsche Wohnen wurde nach den Grundsätzen des IDW S 1 – wie vorstehend beschrieben – von einer unbegrenzten Lebensdauer ausgegangen. Da für einen unendlichen Zeitraum eine dezidierte Planung nicht verlässlich ableitbar ist, wurde – wie allgemein bei Unternehmensbewertungen üblich – zwischen einer Detailplanungsphase sowie der Phase der Ewigen Rente unterschieden. Im vorliegenden Fall wurde die Planung der Deutsche Wohnen in Abstimmung mit der Gesellschaft bis zum Jahr 2063 fortentwickelt, um ein normalisiertes, nachhaltiges Ergebnis für die Ewige Rente abzuleiten.

Die der Bewertung der Deutsche Wohnen für die Detailplanungsphase zugrunde gelegte Planungsrechnung basiert auf der von der Deutsche Wohnen zur Verfügung gestellten Planungsrechnung (Mittelfristplanung), welche das Budget für das Jahr 2014 sowie die Planung für die Jahre 2015 bis 2016 umfasst.

Die Planung des Budgetjahres wird im September begonnen und im Januar des Folgejahres durch den Aufsichtsrat gebilligt. Die Budgetplanung erfolgt durch die Fachabteilungen bottom up in enger Zusammenarbeit mit dem Controlling. Auf Basis der Planung des Budgetjahres wird die Mittelfristplanung erstellt.

Das Budgetjahr 2014 wurde am 31. Januar 2014 auf der Aufsichtsratssitzung gebilligt. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegende Mittelfristplanung hat der Vorstand am 15. April 2014 verabschiedet. Dementsprechend stellt die Planung die aktuelle Erwartung der Gesellschaft zur Geschäftsentwicklung dar. Wir halten die Verwendung dieser Planungsrechnung im Rahmen der Unternehmensbewertung für angemessen. Die Mittelfristplanung ist dem Aufsichtsrat zur Kenntnis vorgelegt worden.

Die Planungsrechnung der Deutsche Wohnen wurde unter Berücksichtigung der Rechnungslegungsgrundsätze nach IFRS auf Konzernebene erstellt. Die Planungsrechnung der Deutsche Wohnen umfasst mit Ausnahme der GSW sämtliche konsolidierte Unternehmen des Konzerns, die operativ tätig sind und für die der Vorstand zukünftiges Ertragspotenzial erwartet. Darüber hinaus sind auch nicht vollkonsolidierte Unternehmen in der Konzernplanung direkt enthalten. Die Beteiligungen an der G+D Gesellschaft für Energiemanagement mbH und der Funk Schadensmanagement GmbH werden über das Beteiligungsergebnis berücksichtigt. Weitere Beteiligungen, die aus Wesentlichkeitsgründen nicht in der Planung berücksichtigt wurden, sind von der Bewertungsgutachterin als Sonderwert in der Unternehmensbewertung berücksichtigt worden.

Die Bewertungsgutachterin hat die für die Jahre 2014 bis 2016 erstellte Unternehmensplanung der Deutsche Wohnen grundsätzlich übernommen. Darüber hinaus wurden Modifikationen bzw. Ergänzungen für die folgenden Sachverhalte vorgenommen:

- Ausgehend von dem von der Gesellschaft geplanten Zinsergebnis hat die Bewertungsgutachterin das Finanzergebnis für Zwecke der Bewertung mittels einer integrierten Finanzbedarfsrechnung in Abstimmung mit der Deutsche Wohnen ermittelt.
- Berechnung von Unternehmenssteuern unter Berücksichtigung von steuerlichen Hinzurechnungen und Kürzungen.
- Erweiterung der Unternehmensplanung bis 2063 (fortentwickelte Planungsrechnung) und Ableitung eines nachhaltig erzielbaren Ergebnisses für die Jahre 2064 ff. (Phase der Ewigen Rente).

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

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

### 1.8.2 Planungstreue

Zur Beurteilung der Planungstreue hat die Bewertungsgutachterin einen Soll-Ist-Vergleich auf EBITDA-Ebene durchgeführt. Hierbei wurden die Budgets der Jahre 2011 bis 2013 mit den erzielten Ergebnissen verglichen. In der untenstehenden Tabelle ist für ausgewählte Kennzahlen ein Soll-Ist-Vergleich dargestellt:

Planungstreue - Deutsche Wohnen in EUR Mio.	Budget	Ist	Abweichung	
			Abs.	in %
<b>Budget 2011</b>				
Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung	150,9	157,4	6,5	4,3%
Ergebnis aus Verkauf	6,0	10,6	4,6	76,7%
EBIT vor Bewertungsergebnis	127,4	139,0	11,6	9,1%
<b>Budget 2012</b>				
Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung	165,9	194,4	28,5	17,2%
Ergebnis aus Verkauf	10,0	19,9	9,9	99,0%
EBIT vor Bewertungsergebnis	146,6	193,4	46,8	31,9%
<b>Budget 2013</b>				
Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung	264,6	276,4	11,8	4,5%
Ergebnis aus Verkauf	14,8	22,9	8,1	54,7%
EBIT vor Bewertungsergebnis	234,8	236,3	1,5	0,6%

*Quelle: Prüfungsberichte der Deutsche Wohnen zum 31. Dezember 2012 und 2013,  
Managementinformationen*

Das in **2011** über Budget liegende Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung resultiert insbesondere aus der Reduktion des Leerstandes. Darüber hinaus sind die Mieteinnahmen durch nicht im Budget enthaltene Mieterhöhungen positiv beeinflusst worden. Auch beim Ergebnis aus Verkauf wurde das Budget übertroffen. Zum einen wurden mehr Wohneinheiten veräußert und zum anderen lag der durchschnittliche Verkaufspreis pro m<sup>2</sup> über dem budgetierten Verkaufspreis. Die Abweichungen in den Ergebnissen aus Wohnungsbewirtschaftung und Verkauf erklären im Wesentlichen die Abweichungen im EBIT.

In **2012** lag das Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung im Wesentlichen aufgrund des Erwerbes des BauBeCon-Portfolios sowie weiteren Zukäufen über dem Budget. Das budgetierte Ergebnis aus Verkauf wurde aufgrund einer höheren Anzahl verkaufter Wohneinheiten bei einem gleichzeitig höher als geplanten durchschnittlichen Verkaufspreis übertroffen. Darüber hinaus ist das EBIT positiv von dem Vergleich mit der RREEF Management GmbH beeinflusst worden. Gleichzeitig sind die Aufwendungen aufgrund der Zukäufe gestiegen.

Das Übertreffen des budgetierten Ergebnisses aus der Wohnungsbewirtschaftung in **2013** ist maßgeblich auf Portfoliozukäufe zurückzuführen. Das über dem Budget liegende Ergebnis aus Verkauf ist auf einen Mengeneffekt zurückzuführen. Dies wurde teilweise dadurch kompensiert, dass die budgetierten Verkaufspreise pro m<sup>2</sup> nicht erreicht werden konnten. Des Weiteren haben sich die Akquisitionskosten aus der Übernahme der GSW negativ auf das EBIT ausgewirkt.

Die Feststellungen der Bewertungsgutachterin haben wir qualitativ sowie quantitativ nachvollzogen. Die Ergebnisse spiegeln zudem die von uns gewonnenen Erkenntnisse aus den Plausibilisierungsgesprächen mit der Gesellschaft wider. Insgesamt halten wir es trotz der Planüberschreitungen in der Vergangenheit für sachgerecht, die Planungsrechnung als Grundlage für die Ableitung des Unternehmenswertes heranzuziehen.

### **1.8.3 Planungsplausibilisierung**

Für die Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnungen 2014 bis 2016 sowie der im Rahmen der Unternehmensbewertung von der Bewertungsgutachterin in Abstimmung mit der Deutsche Wohnen vorgenommenen Fortentwicklung der Planungsrechnung bis 2063 haben wir die geplanten Ergebnisse der Deutsche Wohnen vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse, der aktuellen wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen sowie des Marktumfeldes analysiert. Hierzu haben wir in einem ersten Schritt die uns zur Verfügung gestellten Unterlagen untersucht. Anschließend haben wir mit den Planungsverantwortlichen seitens der Deutsche Wohnen und der Bewertungsgutachterin vertiefende Plausibilisierungsgespräche geführt. Ergänzend haben uns die Bewertungsgutachterin und die Deutsche Wohnen Dokumente und Analysen bezüglich der

Plausibilisierungsschritte der Planungsrechnung zur Verfügung gestellt. Bei Nachfragen wurden uns von den für die Planung der Deutsche Wohnen verantwortlichen Personen und der Bewertungsgutachterin bereitwillig zusätzliche Informationen und Dokumente zur Verfügung gestellt sowie mündliche Auskünfte erteilt.

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

### a) Wesentliche Marktentwicklung

Hinsichtlich der wesentlichen Marktentwicklung und Wettbewerbern verweisen wir auf unsere Ausführungen in den Abschnitten C.IV.1.7.3.b. und C.IV.1.7.3.c.

### b) Geplante Ergebnisse Deutsche Wohnen

Die IFRS-Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen der Deutsche Wohnen für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 inklusiver unechter Synergien – im Vergleich zu den bereinigten Ergebnissen der Geschäftsjahre 2011 bis 2013 – sind in der nachfolgenden Tabelle<sup>35</sup> dargestellt:

Gewinn- und Verlustrechnung - Deutsche Wohnen in EUR Mio.	Ist		Ist		Ist		Plan		Plan		Plan	
	2011	2012	2012	2013	2013	2014	2014	2015	2015	2016	2016	
<b>Sollmieten</b>	<b>204,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>247,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>366,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>385,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>384,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>384,8</b>	<b>100,0%</b>
Wachstum			21,4%		48,0%		5,0%		-0,2%		0,2%	
Erlösschmälerungen	-7,8	-3,8%	-7,8	-3,1%	-13,2	-3,6%	-13,5	-3,5%	-13,3	-3,5%	-13,2	-3,4%
<b>Vertragsmieten</b>	<b>196,4</b>	<b>96,2%</b>	<b>240,1</b>	<b>96,9%</b>	<b>353,5</b>	<b>96,4%</b>	<b>371,6</b>	<b>96,5%</b>	<b>370,9</b>	<b>96,5%</b>	<b>371,6</b>	<b>96,6%</b>
Inkasso	-1,9	-0,9%	-3,0	-1,2%	-4,0	-1,1%	-4,5	-1,2%	-4,1	-1,1%	-3,9	-1,0%
Nicht umlagefähige Betriebskosten	-5,8	-2,8%	-4,1	-1,7%	-8,9	-2,4%	-8,4	-2,2%	-8,2	-2,1%	-8,0	-2,1%
Instandhaltung	-29,6	-14,5%	-34,7	-14,0%	-58,1	-15,8%	-61,4	-15,9%	-60,0	-15,6%	-59,0	-15,3%
Sonstiges	-1,7	-0,8%	-3,9	-1,6%	-6,2	-1,7%	-8,0	-2,1%	-5,5	-1,4%	-5,4	-1,4%
<b>Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>157,4</b>	<b>77,1%</b>	<b>194,4</b>	<b>78,5%</b>	<b>276,4</b>	<b>75,4%</b>	<b>289,3</b>	<b>75,1%</b>	<b>293,1</b>	<b>76,3%</b>	<b>295,3</b>	<b>76,7%</b>
Verkaufserlöse	150,6	73,8%	167,8	67,7%	164,3	44,8%	153,5	39,9%	96,8	25,2%	79,6	20,7%
Verkaufskosten	-8,3	-4,1%	-11,8	-4,8%	-9,4	-2,6%	-10,2	-2,6%	-8,0	-2,1%	-6,7	-1,7%
Buchwertabgang	-131,7	-64,5%	-136,1	-54,9%	-131,9	-36,0%	-123,1	-32,0%	-71,4	-18,6%	-56,4	-14,7%
<b>Ergebnis aus Verkauf</b>	<b>10,6</b>	<b>5,2%</b>	<b>19,9</b>	<b>8,0%</b>	<b>22,9</b>	<b>6,2%</b>	<b>20,2</b>	<b>5,2%</b>	<b>17,4</b>	<b>4,5%</b>	<b>16,5</b>	<b>4,3%</b>
Verwaltungskosten	-33,0	-16,2%	-40,4	-16,3%	-48,1	-13,1%	-45,9	-11,9%	-45,9	-11,9%	-45,9	-11,9%
Sonstige Aufwendungen und Erträge	0,2	0,1%	-2,5	-1,0%	-2,5	-0,7%	-6,6	-1,7%	-4,0	-1,0%	-4,0	-1,0%
<b>Sonstige Aufwendungen und Erträge</b>	<b>-32,8</b>	<b>-16,1%</b>	<b>-42,9</b>	<b>-17,3%</b>	<b>-50,5</b>	<b>-13,8%</b>	<b>-52,5</b>	<b>-13,6%</b>	<b>-49,9</b>	<b>-13,0%</b>	<b>-49,9</b>	<b>-13,0%</b>
Pflege und Betreutes Wohnen	9,2	4,5%	9,9	4,0%	13,2	3,6%	15,0	3,9%	15,0	3,9%	15,0	3,9%
<b>EBITDA</b>	<b>144,4</b>	<b>70,8%</b>	<b>181,3</b>	<b>73,1%</b>	<b>262,0</b>	<b>71,4%</b>	<b>272,0</b>	<b>70,6%</b>	<b>275,6</b>	<b>71,7%</b>	<b>276,9</b>	<b>72,0%</b>
Abschreibungen	-3,0	-1,5%	-3,1	-1,3%	-5,5	-1,5%	-5,0	-1,3%	-4,7	-1,2%	-4,6	-1,2%
<b>EBIT</b>	<b>141,4</b>	<b>69,3%</b>	<b>178,2</b>	<b>71,9%</b>	<b>256,5</b>	<b>69,9%</b>	<b>267,0</b>	<b>69,3%</b>	<b>270,9</b>	<b>70,5%</b>	<b>272,3</b>	<b>70,8%</b>

Quelle: Prüfungsberichte und Ergebnisplanung der Deutsche Wohnen

<sup>35</sup> In dieser Tabelle sowie in den nachfolgenden Tabellen sind die bewertungstechnischen Modifikationen bzw. Ergänzungen bereits berücksichtigt.

In der oben dargestellten Gewinn- und Verlustrechnung ist die GSW in 2013 sowie im Planungszeitraum nicht berücksichtigt, da die GSW im Rahmen der Bewertung der Deutsche Wohnen als Sonderwert berücksichtigt wird.

Die Deutsche Wohnen ist in den Geschäftssegmenten Wohnungsbewirtschaftung, Verkauf sowie Pflege und Betreutes Wohnen tätig.

### Segment Wohnungsbewirtschaftung

Das Segment umfasst die Bewirtschaftung der Immobilienbestände.

### Vertragsmieten

Die Vertragsmieten ermitteln sich aus den Sollmieten unter Berücksichtigung der Erlösschmälerungen, die sich aus dem Leerstand (Leerstandsquote) ergeben. Die Vertragsmieten sollen sich in den Jahren 2014 bis 2016 – unter Gegenüberstellung der Geschäftsjahre 2011 bis 2013 – wie folgt entwickeln:

<b>Vertragsmieten - Deutsche Wohnen</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>
<b>in EUR Mio.</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Sollmieten Wohnen	191,4	233,2	346,4	364,0	363,8	365,0
Sollmieten andere Nutzungsart	10,0	12,0	17,9	18,6	18,6	18,6
Zuschüsse	2,7	2,7	2,4	2,5	1,7	1,2
<b>Sollmieten</b>	<b>204,1</b>	<b>247,8</b>	<b>366,7</b>	<b>385,1</b>	<b>384,2</b>	<b>384,8</b>
<i>Wachstum</i>		<i>21,4%</i>	<i>48,0%</i>	<i>5,0%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>0,2%</i>
Erlösschmälerungen	-7,8	-7,8	-13,2	-13,5	-13,3	-13,2
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>-3,8%</i>	<i>-3,1%</i>	<i>-3,6%</i>	<i>-3,5%</i>	<i>-3,5%</i>	<i>-3,4%</i>
<b>Vertragsmieten</b>	<b>196,4</b>	<b>240,1</b>	<b>353,5</b>	<b>371,6</b>	<b>370,9</b>	<b>371,6</b>
<i>Wachstum</i>		<i>22,3%</i>	<i>47,2%</i>	<i>5,1%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>0,2%</i>

Quelle: Managementinformationen

Die Entwicklung der Vertragsmieten ist vor dem Hintergrund der Portfoliozukäufe zu sehen. Die Portfolioentwicklung der Deutsche Wohnen stellt sich wie folgt dar:

Anzahl und Fläche Wohneinheiten und Gewerbe - Deutsche Wohnen	Ist	Ist	Ist	Plan	Plan	Plan
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Wohneinheiten (01.01)	47.688	50.626	72.416	90.270	87.559	86.418
Wohneinheiten (31.12) <sup>1)</sup>	50.626	72.416	90.270	87.559	86.418	85.543
Ø Wohneinheiten	49.157	61.521	81.343	88.915	86.989	85.981
Wohnfläche in tm <sup>2</sup> (01.01)	2.907	3.076	4.425	5.515	5.337	5.256
Wohnfläche in tm <sup>2</sup> (31.12)	3.076	4.425	5.515	5.337	5.256	5.195
Ø Wohnfläche in tm <sup>2</sup>	2.991	3.750	4.970	5.426	5.297	5.226
Gewerbefläche in tm <sup>2</sup> (01.01)	80	85	136	179	171	171
Gewerbefläche in tm <sup>2</sup> (31.12)	85	136	179	171	171	171
Ø Gewerbefläche in tm <sup>2</sup>	83	111	157	175	171	171
Sollmieten Wohnen	191,4	233,2	346,4	364,0	363,8	365,0
Sollmieten Wohnen pro m <sup>2</sup> <sup>2)</sup>	5,57	5,49	5,59	5,63	5,75	5,84

<sup>1)</sup> Im Geschäftsjahr 2011 inklusive der Zukäufe mit Nutzen-/Lastenwechsel zum 1./2.1.2012

<sup>2)</sup> In der Vergangenheit Vertragsmiete zum Jahresende; in Planungsrechnung Sollmieten bezogen auf durchschnittliche Wohnfläche inkl. Zuschüsse

Quelle: Managementinformationen

Der Anstieg der Vertragsmieten in 2012 und 2013 ist im Wesentlichen auf folgende Effekte zurückzuführen:

In 2012 und 2013 wurden neue Portfolios erworben, wodurch das Gesamtportfolio der Deutsche Wohnen gewachsen ist.

Die Vertragsmiete ist von 5,57 EUR/m<sup>2</sup> zum 31. Dezember 2011 auf 5,49 EUR/m<sup>2</sup> zum 31. Dezember 2012 gesunken. Der Rückgang ist auf geringere Mieten in den zugekauften Portfolios zurückzuführen. Dies liegt im Wesentlichen an Zukäufen in den Core-Regionen. Während sich zum 31. Dezember 2011 8.804 Wohneinheiten in diesen Regionen befanden lag die Anzahl zum 31. Dezember 2012 bei 25.420 Wohneinheiten. Der Rückgang der durchschnittlichen Vertragsmiete wurde teilweise durch Mietsteigerungen im Bestandsportfolio kompensiert. Die Vertragsmieten im Vermietungsbestand sind auf Like-for-Like Basis (d.h. ohne Berücksichtigung von Portfolios, die im laufenden Jahr ge- oder verkauft wurden) um 2,4% in 2012 gestiegen.

Die durchschnittliche Vertragsmiete ist zum 31. Dezember 2013 auf 5,59 EUR/m<sup>2</sup> gestiegen. Dies ist im Wesentlichen auf einen Anstieg der Vertragsmieten zurückzuführen. Die Vertragsmieten im Bestand sind auf Like-for-Like Basis um 3,1% in 2013 gestiegen.

Die Leerstandsquote bezogen auf die Anzahl der Wohnungen hat sich von 2,4% zum 31. Dezember 2011 auf 2,5% zum 31. Dezember 2012 erhöht. Gleichzeitig sind jedoch die Erlösschmälerungen im Verhältnis zur Sollmiete gesunken. Der leichte Anstieg der Leerstandsquote zum Jahresende ergibt sich aus den Portfoliozukäufen. Der Rückgang der Erlösschmälerungen ist insbesondere auf eine weitere Rückführung der Leerstandsquote in den Bestandsportfolios in den Core<sup>+</sup> und Core-Regionen zurückzuführen. Zum 31. Dezember 2013 lag die Leerstandsquote bei 2,6% und damit auf einem vergleichbaren Niveau wie zum 31. Dezember 2012. Aufgrund des Ganzjahreseffektes der Leerstände der in 2012 erworbenen Portfolios sind die Erlösschmälerungen in 2013 jedoch angestiegen.

Die Entwicklung der Vertragsmieten in den Planjahren 2014 bis 2016 resultiert maßgeblich aus folgenden Annahmen:

Es werden in der Planung keine Portfolioakquisitionen angenommen. Aufgrund von geplanten Portfolioverkäufen entwickelt sich das Portfolio leicht rückläufig, wobei das Portfolio in allen Planjahren über dem Jahresdurchschnitt in 2013 liegt. Aufgrund dieser Annahme liegt die Wachstumsrate in der Planung deutlich unter der Wachstumsrate im Vergangenheitszeitraum.

Die Planung für 2014 erfolgte auf Ebene der einzelnen Wohnimmobilien. Ausgangsgröße für die Planung waren die Sollmieten zum 31. Dezember 2013. Es wird angenommen, dass im Durchschnitt über alle Wohnimmobilien die Sollmiete pro m<sup>2</sup> zum 31. Dezember 2014 im Vergleich zum 31. Dezember 2013 um 2,2% gestiegen sein wird. In 2015 und 2016 wurde das Portfolio in die einzelnen Regionen aufgeteilt. Für jede Region wurden individuelle Sollmietsteigerungen definiert. Der Großraum Berlin wurde in verschiedene Regionen aufgeteilt. In Summe werden im Großraum Berlin Mietsteigerungen in Höhe von 2,4% pro m<sup>2</sup> p.a. erwartet. In den anderen Core<sup>+</sup>-Regionen werden Sollmietsteigerungen von 2,5% p.a. angenommen. Dem gegenüber werden in den anderen Regionen geringere Mietsteigerungen (Core-Region 0,5% p.a.) geplant. Die Mietsteigerungen werden u.a. auch vor dem Hintergrund erwartet, dass im Durchschnitt die Bestandsmieten der Deutsche Wohnen unterhalb des Marktniveaus liegen.

Für die einzelnen Regionen wurden Zielleerstandsquoten definiert, die je nach Region sowohl über als auch unter der Leerstandsquote Ende 2013 liegen. Insgesamt sind die erwarteten Veränderungen jedoch sehr gering, da die aktuellen Leerstandsquoten für die einzelnen Regionen bereits auf einem sehr niedrigen Niveau gesehen werden. Die höhere Leerstandsquote der Deutsche Wohnen im Vergleich zur GSW ist auf die unterschiedliche regionale Verteilung der Portfolios zurückzuführen. Aktuell liegt die Leerstandsquote in Berlin bei der Deutsche Wohnen unterhalb der Leerstandsquote der GSW, wobei eine Annäherung durch Verbesserung der Quote der GSW angenommen wird.

Die von der Deutsche Wohnen erhaltenen Zuschüsse im Rahmen des sozialen Wohnungsbaus werden rückläufig erwartet, womit eine Fortsetzung der Entwicklung der vergangenen Jahre angenommen wird.

Die Sollmieten anderer Nutzungsart, welche im Wesentlichen Mieteinnahmen aus Gewerbeeinheiten und Parkflächen umfassen, werden im Detailplanungszeitraum konstant angenommen.

Die Bewertungsgutachterin hat die Planungsrechnung zusammen mit der Gesellschaft im Rahmen der Bewertung bis 2063 fortentwickelt. Hierbei wurden folgende Annahmen hinsichtlich der Vertragsmieten getroffen:

Bis einschließlich 2022 werden Verkäufe angenommen. Danach werden keine weiteren Veränderungen im Portfolio erwartet.

Ab 2017 wird für die Sollmieten angenommen, dass diese für das Portfolio der Deutsche Wohnen zum 31. Dezember 2013 bei 6,01 EUR/m<sup>2</sup> liegt und jährlich um 1,0% steigen wird. Darüber hinaus wird erwartet, dass rund 8% der Mieter pro Jahr wechseln und Neumieter Mietverträge auf dem Niveau der Marktmiete abschließen. Für die Bestandsmiete vor Mieterwechsel wird ein jährlicher Anstieg von ebenfalls 1,0% angenommen. Die Annahmen führen dazu, dass in 2029 das Portfolio vollständig zur Marktmiete vermietet werden soll. Danach wird mit einer Steigerung der Sollmieten von 1,0% p.a. geplant.

Die Erlösschmälerungen wachsen ab 2017 proportional zu den Sollmieten.

Die Sollmieten anderer Nutzungsart sollen ab 2017 mit 1,0% p.a. steigen.

Unsere Analyse zeigt, dass die wesentlichen Planungsprämissen bei der Deutsche Wohnen vergleichbar sind zu den Planungsprämissen bei der GSW, wobei berücksichtigt wurde, dass das Portfolio der Deutsche Wohnen neben Berlin auch noch weitere Regionen abdeckt.

## Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung

Die Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung setzen sich wie folgt zusammen:

Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung - Deutsche Wohnen in EUR Mio.	Ist 2011	Ist 2012	Ist 2013	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016
Inkasso	-1,9	-3,0	-4,0	-4,5	-4,1	-3,9
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>-0,9%</i>	<i>-1,2%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>-1,2%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>-1,0%</i>
Nicht umlagefähige Betriebskosten	-5,8	-4,1	-8,9	-8,4	-8,2	-8,0
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>-2,8%</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>-2,2%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>-2,1%</i>
Instandhaltung	-29,6	-34,7	-58,1	-61,4	-60,0	-59,0
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>-14,5%</i>	<i>-14,0%</i>	<i>-15,8%</i>	<i>-15,9%</i>	<i>-15,6%</i>	<i>-15,3%</i>
Sonstiges	-1,7	-3,9	-6,2	-8,0	-5,5	-5,4
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>-0,8%</i>	<i>-1,6%</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>-1,4%</i>
<b>Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>-39,0</b>	<b>-45,7</b>	<b>-77,2</b>	<b>-82,3</b>	<b>-77,8</b>	<b>-76,3</b>
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>-19,1%</i>	<i>-18,4%</i>	<i>-21,1%</i>	<i>-21,4%</i>	<i>-20,2%</i>	<i>-19,8%</i>

Quelle: Managementinformationen

Die Aufwendungen für **Inkasso** umfassen im Wesentlichen Aufwendungen aufgrund von Mietminderungen, Wertberichtigungen, Gerichts- und Räumungskosten sowie Abschreibungen auf Mietforderungen. Der Anstieg der Aufwendungen in der Vergangenheit ist maßgeblich wachstumsbedingt. In 2014 wird ein weiterer Anstieg aufgrund der Portfoliozukäufe in 2013 erwartet. In 2015 und 2016 wird ein Rückgang angenommen, da von einer Reduzierung der Inkassoaufwendungen bei den in 2013 erworbenen Portfolios ausgegangen wird und keine Neuakquisitionen geplant sind. Ab 2017 wird ein zur Sollmiete proportionales Wachstum angenommen.

Ein Teil der **nicht umlagefähigen Betriebskosten** kann aufgrund gesetzlicher Regelungen nicht umgelegt werden. Darüber hinaus können die Betriebskosten teilweise aufgrund des Leerstandes nicht umgelegt werden. Bedingt durch die Portfoliozukäufe und die höheren Leerstandsquoten bei den Portfoliozukäufen sind die nicht umlagefähigen Betriebskosten in 2013 überproportional angestiegen, nachdem in 2012 ein Abbau gelungen war. Die Gesellschaft erwartet für 2014, dass bei den neu erworbenen Portfolios die nicht umlagefähigen Betriebskosten reduziert werden können. Ab 2015 wird für die aufgrund gesetzlicher Regelungen nicht umlagefähigen Betriebskosten ein jährliches Wachstum in Höhe von 1,0% angenommen. Die aufgrund von Leerstand nicht umlagefähigen Betriebskosten sind in Abhängigkeit der leerstehenden Fläche sowie einem um 1% p.a. steigenden Kostensatz pro m<sup>2</sup> geplant worden.

Die **Instandhaltungen** umfassen im Wesentlichen Investitionen und Aufwendungen für laufende Instandhaltungen, Modernisierungen, Instandhaltungen im Rahmen von Mieterwechseln sowie Umlagen für Wohnungseigentümergeinschaften. In der Gewinn- und Verlustrechnung sind nur die nichtaktivierten Instandhaltungen abgebildet. Die folgende Tabelle zeigt sowohl die ergebniswirksamen als auch die aktivierten Instandhaltungen:

<b>Instandhaltung - Deutsche Wohnen</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>
<b>in EUR Mio.</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Sollmieten</b>	<b>204,1</b>	<b>247,8</b>	<b>366,7</b>	<b>385,1</b>	<b>384,2</b>	<b>384,8</b>
Instandhaltung (aufwandswirksam)	-29,6	-34,7	-58,1	-61,4	-60,0	-59,0
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>-14,5%</i>	<i>-14,0%</i>	<i>-15,8%</i>	<i>-15,9%</i>	<i>-15,6%</i>	<i>-15,3%</i>
Instandhaltungsinvestitionen (aktiviert)	-24,7	-33,2	-23,7	-24,5	-24,8	-25,0
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>-12,1%</i>	<i>-13,4%</i>	<i>-6,5%</i>	<i>-6,4%</i>	<i>-6,5%</i>	<i>-6,5%</i>
<b>Instandhaltung gesamt</b>	<b>-54,3</b>	<b>-67,9</b>	<b>-81,8</b>	<b>-85,9</b>	<b>-84,8</b>	<b>-84,0</b>
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>-26,6%</i>	<i>-27,4%</i>	<i>-22,3%</i>	<i>-22,3%</i>	<i>-22,1%</i>	<i>-21,8%</i>
Ø Fläche gesamt in tm <sup>2</sup>	3.074	3.861	5.127	5.601	5.468	5.397
Instandhaltung (aufwandswirksam) in EUR pro m <sup>2</sup>	9,63	8,99	11,33	10,96	10,97	10,93
Instandhaltung gesamt in EUR pro m <sup>2</sup>	17,67	17,59	15,96	15,34	15,50	15,56
<i>Aktivierungsquote</i>	<i>45,4%</i>	<i>48,9%</i>	<i>29,0%</i>	<i>28,5%</i>	<i>29,3%</i>	<i>29,8%</i>

*Quelle: Managementinformationen*

Die Gesamtinstandhaltungen, d.h. die aktivierten und aufwandswirksamen Instandhaltungen, lagen im Vergangenheitszeitraum sowohl absolut als auch im Verhältnis zu den Sollmieten und im Verhältnis zu den Quadratmetern des Portfolios auf einem hohen Niveau, welches auf Sonderprojekte zurückzuführen ist. In der Planung wird angenommen, dass die zu tätigen Instandhaltungen im Wesentlichen den Status Quo erhalten, weshalb die gesamten Instandhaltungen pro m<sup>2</sup> im Detailplanungszeitraum auf einem niedrigeren Niveau als in der Vergangenheit angenommen werden. Die Instandhaltungen im Detailplanungszeitraum sind auf Basis der einzelnen Standorte geplant worden. Ab 2017 steigen die Instandhaltungskosten pro m<sup>2</sup> um 1,0% p.a., mit Ausnahme der Aufwendungen für Wohnungseigentümergeinschaften, welche aufgrund der angenommenen Einzelverkäufe sinken.

Die Position **Sonstiges** beinhaltet im Wesentlichen Marketingaufwendungen, Erbbauzinszahlungen an Dritte, Fremdverwaltergebühren sowie weitere sonstige Aufwendungen und Erträge. Der Anstieg in der Vergangenheit ist insbesondere wachstumsbedingt. Der Anstieg der Position in 2014 ist maßgeblich auf steigende Fremdverwaltergebühren aufgrund bereits durchgeführter Portfoliozukäufe zurückzuführen. Für 2015 wird die Kündigung der Fremdverwalterverträge angenommen, so dass sich die Position wieder rückläufig entwickelt. Ab 2017 wird eine kontinuierliche Reduzierung der Fremdverwaltergebühren angenommen. Die sonstigen Positionen sollen ab 2017 mit 1,0% p.a. steigen.

## Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung

Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung - Deutsche Wohnen in EUR Mio.	Ist 2011	Ist 2012	Ist 2013	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016
<b>Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>157,4</b>	<b>194,4</b>	<b>276,4</b>	<b>289,3</b>	<b>293,1</b>	<b>295,3</b>
<i>Wachstum in % zu Sollmieten</i>	<i>77,1%</i>	<i>78,5%</i>	<i>75,4%</i>	<i>75,1%</i>	<i>76,3%</i>	<i>76,7%</i>

Quelle: Managementinformationen

Das Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung liegt im Detailplanungszeitraum absolut gesehen über dem Vergangenheitszeitraum. Der Anstieg ist bedingt durch die bis 2013 durchgeführten Portfoliozukäufe.

In Relation zu den Sollmieten liegt das geplante Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung auf einem vergleichbaren Niveau wie in der Vergangenheit.

Aufgrund der angenommenen Steigerung der Sollmieten auf das Marktniveau steigen die Sollmieten stärker als die Aufwendungen, wodurch sich das Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung auch noch nach 2016 weiter verbessert. Bei Erreichen der Marktmiete wird erwartet, dass das Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung bei 78,3% der Sollmieten liegen wird. Im Vergleich dazu soll das Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung der GSW bei Erreichen des Marktmietniveaus bei 81,1% liegen. Die unterschiedlichen Margen im Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung resultieren im Wesentlichen aus regionalen Unterschieden der Portfolios. Das Marktmietniveau in den Core-Regionen der Deutsche Wohnen liegt unterhalb des Marktmietniveaus in Berlin. Darüber hinaus ist in diesen Regionen die Leerstandsquote höher.

Auf Basis der geführten Gespräche, der zur Unterlegung von Annahmen erhaltenen Unterlagen sowie unserer Plausibilisierungsarbeiten und auch im Vergleich zu den Planungsannahmen bei der GSW erscheint uns das in der Detailplanung sowie in der Fortentwicklung der Planungsrechnung geplante Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung angemessen.

## Segment Verkauf

In der Detailplanung werden Verkäufe von Wohneinheiten angenommen. Diese stellen sich unter Berücksichtigung der in der Vergangenheit erfolgten Verkäufe wie folgt dar:

<b>Ergebnis aus Verkauf - Deutsche Wohnen</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>
<b>in EUR Mio.</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Verkaufserlöse</b>	<b>150,6</b>	<b>167,8</b>	<b>164,3</b>	<b>153,5</b>	<b>96,8</b>	<b>79,6</b>
Verkaufte Fläche in tm <sup>2</sup>	210,5	194,9	220,8	177,9	80,4	61,2
Verkaufserlös je tm <sup>2</sup> (in EUR)	716	861	744	863	1.205	1.301
<b>Verkaufskosten</b>	<b>-8,3</b>	<b>-11,8</b>	<b>-9,4</b>	<b>-10,2</b>	<b>-8,0</b>	<b>-6,7</b>
<i>in % zu Verkaufserlösen</i>	<i>-5,5%</i>	<i>-7,0%</i>	<i>-5,7%</i>	<i>-6,7%</i>	<i>-8,3%</i>	<i>-8,4%</i>
<b>Buchwertabgang</b>	<b>-131,7</b>	<b>-136,1</b>	<b>-131,9</b>	<b>-123,1</b>	<b>-71,4</b>	<b>-56,4</b>
<i>in % zu Verkaufserlösen</i>	<i>-87,5%</i>	<i>-81,1%</i>	<i>-80,3%</i>	<i>-80,2%</i>	<i>-73,8%</i>	<i>-70,9%</i>
<b>Ergebnis aus Verkauf</b>	<b>10,6</b>	<b>19,9</b>	<b>22,9</b>	<b>20,2</b>	<b>17,4</b>	<b>16,5</b>
<i>Marge</i>	<i>7,0%</i>	<i>11,9%</i>	<i>14,0%</i>	<i>13,1%</i>	<i>17,9%</i>	<i>20,7%</i>

Quelle: Managementinformationen

Die Deutsche Wohnen plant insbesondere in der Non-Core Region sowie vereinzelt auch in den Core/Core<sup>+</sup> Regionen Blockverkäufe. Ein Blockverkauf wird im Wesentlichen aufgrund der Region bzw. Lage oder des Zustandes einer Einheit angestrebt, wenn die Durchführung von umfangreichen Instandhaltungs- bzw. Modernisierungsmaßnahmen nicht durch ein entsprechend steigendes Mietpotenzial gedeckt wird. Darüber hinaus sind Einzelverkäufe vorgesehen. Bei den Einzelverkäufen handelt es sich maßgeblich um Wohnungen in Wohneinheiten, in denen die Deutsche Wohnen keine Mehrheitsbeteiligung hält. Daneben plant die Deutsche Wohnen individuelle Einzelverkäufe aus zugekauften Portfolios.

Es wird angenommen, dass die Blockverkäufe bis 2016 und die Einzelverkäufe bis 2022 abgeschlossen werden.

Die geplanten Verkaufserlöse basieren auf Einschätzungen der Deutsche Wohnen anhand der Marktsituation und Erfahrungswerten und wurden im Detailplanungszeitraum auf Ebene der einzelnen Immobilien geplant. Ab 2017 wurde für die Einzelverkäufe ein pauschaler Quadratmeterpreis in Höhe von EUR 1.156 angenommen.

Das Ergebnis aus Verkauf berücksichtigt darüber hinaus Verkaufskosten. Diese umfassen insbesondere Provisionszahlungen sowie Instandhaltungen in Folge des Auszuges eines Mieters im Vorfeld der Veräußerung. Des Weiteren ist im Ergebnis aus Verkauf der Buchwertabgang zu berücksichtigen. Im Detailplanungszeitraum wurden diese analog zu den Verkaufserlösen auf Ebene der einzelnen Immobilien geplant. Ab 2017 wird eine zu den Verkaufserlösen konstante Verkaufskostenquote angenommen.

Auf Basis der geführten Gespräche, der zur Unterlegung von Annahmen erhaltenen Unterlagen sowie unserer Plausibilisierungsarbeiten erscheint uns das geplante Ergebnis aus Verkauf angemessen.

### Sonstige Aufwendungen und Erträge

Die sonstigen Aufwendungen und Erträge umfassen im Wesentlichen **Verwaltungskosten**. Diese setzen sich zusammen aus Personal- und Sachkosten.

Sonstige Aufwendungen und Erträge - Deutsche Wohnen in EUR Mio.	Ist 2011	Ist 2012	Ist 2013	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016
Personalkosten	-20,3	-23,6	-29,5	-30,9	-30,9	-30,9
Sachkosten	-12,6	-16,8	-18,6	-15,0	-15,0	-15,0
Verwaltungskosten	-33,0	-40,4	-48,1	-45,9	-45,9	-45,9
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>-16,2%</i>	<i>-16,3%</i>	<i>-13,1%</i>	<i>-11,9%</i>	<i>-11,9%</i>	<i>-11,9%</i>
Sonstige Aufwendungen und Erträge	0,2	-2,5	-2,5	-6,6	-4,0	-4,0
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>0,1%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>-1,0%</i>
<b>Sonstige Aufwendungen und Erträge</b>	<b>-32,8</b>	<b>-42,9</b>	<b>-50,5</b>	<b>-52,5</b>	<b>-49,9</b>	<b>-49,9</b>
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>-16,1%</i>	<i>-17,3%</i>	<i>-13,8%</i>	<i>-13,6%</i>	<i>-13,0%</i>	<i>-13,0%</i>

Quelle: Managementinformationen

Die Personalkosten sind in der Vergangenheit insbesondere aufgrund des Wachstums gestiegen. Der weitere Anstieg der Personalkosten in 2014 ist maßgeblich auf den Ganzjahreseffekt des unterjährigen Mitarbeiterzuwachses in 2013 zurückzuführen. In der Detailplanung werden die Personalkosten konstant angenommen. Ab 2017 wird ein jährlicher Anstieg in Höhe von 1,0% geplant.

Die Sachkosten sind in 2012 im Wesentlichen aufgrund eines Portfoliozukaufes gestiegen. In diesem Zusammenhang sind in 2012 und 2013 Fremdverwaltergebühren angefallen, bis die Verwaltung ab Juni 2013 von der Deutsche Wohnen übernommen wurde. Der weitere Anstieg der Sachkosten in 2013 ist maßgeblich auf höhere IT-Kosten zurückzuführen.

Der Rückgang der Sachkosten in 2014 resultiert im Wesentlichen aus dem Wegfall der Fremdverwaltergebühren. Während die Sachkosten in 2015 und 2016 konstant bleiben wird ab 2017 ein jährliches Wachstum in Höhe von 1,0% angenommen.

In 2014 wird ein Anstieg der **sonstigen Aufwendungen und Erträge** angenommen, welcher im Wesentlichen aus IT-Kosten für Integrationsmaßnahmen in Höhe von EUR 2,6 Mio. resultiert. In 2015 wird daher von einem Rückgang der Aufwendungen ausgegangen. Mittelfristig erwartet die Gesellschaft sonstige Aufwendungen in Höhe von EUR 2,0 Mio. Dieser Wert wurde in der Fortentwicklung der Planung im Jahr 2017 berücksichtigt. In den Folgejahren wird ein jährlicher Anstieg in Höhe von 1,0% angenommen.

## Segment Pflege und Betreutes Wohnen

Im Segment Pflege und Betreutes Wohnen werden 21 Objekte mit rund 2.200 Pflegebetten bewirtschaftet. Wesentliche Betreiberin ist die KATHARINENHOF Seniorenwohn- und Pflegeanlage Betriebs-GmbH einschließlich ihrer Tochtergesellschaften.

<b>Pflege und Betreutes Wohnen - Deutsche Wohnen</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>
<b>in EUR Mio.</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Einnahmen aus Pflege und Betreutes Wohnen	40,1	42,0	59,9	63,0	63,8	64,6
Ergebnis aus Pflege und betreutes Wohnen	9,2	9,9	13,2	15,0	15,0	15,0
<i>Marge</i>	<i>22,9%</i>	<i>23,6%</i>	<i>22,0%</i>	<i>23,8%</i>	<i>23,6%</i>	<i>23,2%</i>

*Quelle: Managementinformationen*

Der Bereich Pflege und Betreutes Wohnen ist in den letzten Jahren insbesondere durch Zukäufe stark gewachsen. Im Wesentlichen aufgrund des erstmaligen Ganzjahreseffektes dieser Zukäufe steigen die Einnahmen und das Ergebnis dieses Bereiches in 2014. Für 2015 und 2016 wird ein konstanter Ergebnisbeitrag angenommen. Ab 2017 wird ein Wachstum des Ergebnisses in Höhe von 1,0% p.a. erwartet.

## Abschreibungen

Die Abschreibungen sind in 2013 aufgrund der Abschreibung des Kundenstammes, welcher im Rahmen der Akquisition der LebensWerk Gruppe aktiviert wurde, angestiegen. Darüber hinaus werden materielle und immaterielle Vermögensgegenstände abgeschrieben. Die Planung geht von einem leichten Rückgang der Abschreibungen aus.

## EBIT

<b>EBIT - Deutsche Wohnen</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>	<b>Plan</b>
<b>in EUR Mio.</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Sollmieten	204,1	247,8	366,7	385,1	384,2	384,8
Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung	157,4	194,4	276,4	289,3	293,1	295,3
Ergebnis aus Verkauf	10,6	19,9	22,9	20,2	17,4	16,5
Verwaltungskosten	-33,0	-40,4	-48,1	-45,9	-45,9	-45,9
Sonstige Aufwendungen und Erträge	0,2	-2,5	-2,5	-6,6	-4,0	-4,0
Pflege und Betreutes Wohnen	9,2	9,9	13,2	15,0	15,0	15,0
Abschreibungen	-3,0	-3,1	-5,5	-5,0	-4,7	-4,6
<b>EBIT</b>	<b>141,4</b>	<b>178,2</b>	<b>256,5</b>	<b>267,0</b>	<b>270,9</b>	<b>272,3</b>
<i>Wachstum</i>		<i>26,0%</i>	<i>44,0%</i>	<i>4,1%</i>	<i>1,5%</i>	<i>0,5%</i>
<i>in % zu Sollmieten</i>	<i>69,3%</i>	<i>71,9%</i>	<i>69,9%</i>	<i>69,3%</i>	<i>70,5%</i>	<i>70,8%</i>

*Quelle: Prüfungsberichte und Ergebnisplanung der Deutsche Wohnen*

Das EBIT liegt in den Detailplanungsjahren über dem bereinigten EBIT im betrachteten Vergangenheitszeitraum aufgrund der in der Vergangenheit getätigten Portfoliozukäufe. Die EBIT-Marge im Verhältnis zu den Sollmieten liegt in der Detailplanung auf dem Niveau der Vergangenheit. Dies liegt im Wesentlichen daran, dass die Marge im Ergebnis der Wohnungsbewirtschaftung in der Detailplanung vergleichbar zur Vergangenheit ist.

Auf Basis unserer Analysen und den vorstehenden Erläuterungen erachten wir die Unternehmensplanung der Deutsche Wohnen als plausibel. Dies gilt insbesondere auch im Vergleich zur Planung der GSW, da die maßgeblichen Planungsparameter vergleichbar sind bzw. auf vergleichbare Weise hergeleitet wurden. Die EBIT-Marge im Verhältnis zu den Sollmieten steigt bei der Deutsche Wohnen von 69,9% in 2013 auf 70,8% in 2016. Im gleichen Zeitraum soll die EBIT-Marge der GSW von 63,1% auf 72,7% steigen. Bei der GSW besteht ein größeres Potenzial zur Kostenoptimierung. Auch die unechten Synergien entfallen zu einem höheren Anteil auf die GSW. Daher erscheint es plausibel, dass in der Planung der GSW höhere EBIT-Margen erzielt werden als in der Vergangenheit, wohingegen die EBIT-Margen der Deutsche Wohnen im Planungszeitraum auf dem Niveau der Vergangenheit verbleiben.

### **Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses**

Aus Darstellungsgründen wurden die Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung für den erweiterten Planungszeitraum 2017 bis 2063 barwertäquivalent in ein annuitätisches Ergebnis für die Jahre 2017 ff. umgerechnet. Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses berücksichtigt die angenommene Unternehmensentwicklung im Detailplanungszeitraum 2014 bis 2016 sowie dem erweiterten Planungszeitraum. Die letzten Portfolioverkäufe werden im Jahr 2022 angenommen.

Ab dem Jahr 2017 wurde die Angleichung des Mietniveaus der Deutsche Wohnen an das Marktniveau modelliert, welches im Jahr 2029 erreicht werden soll. Sofern die Aufwendungen abhängig von der Entwicklung der Sollmieten sind (z.B. Erlösschmälerungen), wachsen diese proportional zu den Sollmieten. Die anderen Aufwendungen sowie auch die Sollmieten nach 2029 werden in Höhe der Wachstumsrate von 1,0% fortgeschrieben. Bei den Instandhaltungen werden die sinkenden Aufwendungen für Wohnungseigentümergeinschaften aufgrund der angenommenen Einzelverkäufe berücksichtigt.

Die Bewertungsgutachterin hat das Ergebnis ab 2064 ff. basierend auf der Fortentwicklung der Planung bis 2063 und einer Wachstumsrate in Höhe von 1,0% angenommen. Durch die Fortentwicklung der Planung befindet sich das Unternehmen bei Übergang in die Ewige Rente in einem eingeschwungenen Zustand, in dem sowohl auf der Ertrags- und Aufwandsseite als auch aus Investitionssicht keine Nachhol- oder Aufholeffekte zu erwarten sind.

Wir weisen darauf hin, dass eine Fortschreibung des letzten Planjahres nicht zwingend ist, sondern dass es auch sachgerecht sein kann, für die Ewige Rente einen Durchschnitt des Detailplanungszeitraums anzusetzen (vgl. OLG München, 31. März 2008, 31 Wx 88/086, Beschlusstext Tz. 23 sowie OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09, Beschlusstext S. 14, mit Hinweis auf konjunkturelle Schwankungen; Ernst/Schneider/Thielen, Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen, 3. Aufl., 2008, S. 44, die davor warnen, völlig unrealistische Ergebnisse in die Zukunft fortzuschreiben; Peemöller/Kunowski, Ertragswertverfahren nach IDW, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., 2012, S. 275, 309). Da mit der prozentualen Fortschreibung eine sachgerechte Alternative gewählt wurde, besteht aus unserer Sicht kein Anlass, diesen Ansatz durch andere, ebenfalls nur vertretbare Annahmen zu ersetzen (vgl. OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09, Beschlusstext S. 13).

Nach unseren Gesprächen mit dem Vorstand der Deutsche Wohnen über die relevanten Erfolgsfaktoren sowie unter Zugrundelegung der Ergebnisse unserer Markt- und Wettbewerbsanalyse erachten wir das nachhaltige Ergebnis für angemessen. Die Ermittlung erfolgte konsistent zur Vorgehensweise bei der GSW.

An Stelle der Abschreibungen sind bei der einem nachhaltigen Ergebnis zugrunde liegenden langfristigen Betrachtungsweise die zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebes durchschnittlichen Reinvestitionsausgaben anzusetzen. Die nachhaltige Reinvestitionsrate wurde auf Grundlage der in der Detailplanungsphase geplanten Investitionen und Abschreibungen unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate sowie in Übereinstimmung mit den Einschätzungen des Vorstandes der Deutsche Wohnen abgeleitet.

Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses erfolgte nach unserer Auffassung sachgerecht.

### **Würdigung der Planungsrechnung**

Wir haben die uns vorgelegte Planung der Deutsche Wohnen sowie die Fortschreibung im erweiterten Planungszeitraum und die Prognose des nachhaltigen Ergebnisses durch die Bewertungsgutachterin inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen.

Nach unseren Analysen sind in der zugrunde liegenden Unternehmensplanung der Deutsche Wohnen die künftig zu erwartenden wesentlichen Erfolgsbeiträge abgebildet. Vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse, der erwarteten wirtschaftlichen und demografischen Rahmenbedingungen halten wir diese Ergebnisse für angemessen. Sowohl die von der Bewertungsgutachterin durchgeführten Marktanalysen als auch unsere eigenen bestätigen diese Entwicklung. Wir halten die Planungsannahmen bei der Deutsche Wohnen auch vor dem Hintergrund der bei der GSW getroffenen Planungsannahmen für angemessen.

Auf Basis der geführten Gespräche, der zur Unterlegung von Annahmen erhaltenen Unterlagen sowie unserer Plausibilisierungsarbeiten erscheinen uns die vorliegende und der Bewertung zugrunde liegende Unternehmensplanung sowie die Fortschreibung im erweiterten Planungszeitraum und das nachhaltig angesetzte Ergebnis angemessen.

Die Planung beruht insgesamt auf nachvollziehbaren Prämissen sowie einem methodisch geeigneten Planungsprozess und spiegelt die zukünftige Ertragskraft der Deutsche Wohnen angemessen und sachgerecht wider.

#### **1.8.4 Finanzergebnis**

Das **Zinsergebnis** ist von der Bewertungsgutachterin ausgehend von dem von der Gesellschaft geplanten Zinsergebnis basierend auf den Konditionen des aktuellen Kreditportfolios sowie geplanten Entwicklungen im Immobilien-Portfolio weiterentwickelt worden. Für die Jahre der Detailplanung 2014 bis 2016 sowie auch in der Fortentwicklung der Planung bis 2063 wurden die Zinserträge und -aufwendungen ausgehend von der Konzernbilanz zum 31. Dezember 2013, der Ergebnis- und Investitionsplanung, der Finanzierungsstruktur sowie den Ausschüttungsannahmen von der Bewertungsgutachterin integriert auf Basis von Plan-Bilanzen und Plan-Cash-Flow-Rechnungen abgeleitet, um liquiditätswirksame Auswirkungen der Plan-Bilanzen sowie der Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen zu berücksichtigen.

In der Detailplanung wurde ein leichter Anstieg der Zinssätze für Immobiliendarlehen von ca. 3,6% in 2014 auf 3,8% in 2016 angenommen. Die Zinssätze wurden auf Basis der laufenden Darlehen und der angenommenen Tilgungen abgeleitet. Nach dem Detailplanungszeitraum wird wie bei der GSW ein schrittweiser Anstieg des Zinssatzes auf 4,0%, welcher ab 2021 angenommen wird, erwartet. Der Zinsaufwand enthält darüber hinaus Zinsaufwendungen für die Wandelschuldverschreibung und Pensionen sowie Zinseffekte aus der Aufzinsung von Darlehen und Rückstellungen sowie der Amortisierung von kapitalisierten Finanzierungskosten. Die Bewertungsgutachterin hat des Weiteren Zinserträge aus liquiden Mitteln – sofern diese nicht betriebsnotwendig sind – erfasst.

Wir konnten die Ableitung des Finanzergebnisses inhaltlich nachvollziehen und halten diese mit Blick auf unsere Analysen und Gespräche mit dem Management der Deutsche Wohnen sowie der Bewertungsgutachterin methodisch für sachgerecht und plausibel.

#### **1.8.5 Unternehmenssteuern**

Bei der Wertermittlung wurden die Überschüsse um die auf Unternehmensebene anfallenden definitiven Steuerbelastungen gekürzt. Als betriebliche Ertragsteuern wurden von der Bewertungsgutachterin unter Berücksichtigung des jeweiligen individuellen Hebesatzes die Gewerbesteuer, wobei der effektive Gewerbesteuersatz auf Gruppenebene 14,20% (nur Organkreis Deutsche Wohnen AG: 14,65%) entspricht, sowie die Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag entsprechend des derzeit gültigen Steuersystems sachgerecht berücksichtigt.

Bei der Ermittlung der steuerlichen Bemessungsgrundlage sowie der Ertragsteuern wurden – soweit vorhanden – wesentliche Abweichungen zwischen dem HGB-Vorsteuerergebnis und dem Ergebnis nach steuerlichen Gewinnermittlungsvorschriften in die Berechnung einbezogen.

Des Weiteren wurden, falls vorhanden, bestehende Verlustvorträge bei den Gesellschaften steuermindernd berücksichtigt. Insgesamt wurden im Rahmen der Bewertung körperschaftsteuerliche Verlustvorträge in Höhe von EUR 1.066 Mio. sowie gewerbesteuerliche Verlustvorträge in Höhe von EUR 888 Mio. angesetzt.

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

#### **1.8.6 Minderheitenanteile**

Die unterhalb des Ergebnisses nach Unternehmenssteuern ausgewiesenen Minderheitenanteile betreffen den Anteil des geplanten Jahresüberschusses, der auf konzernfremde Anteilseigner entfällt. Diese Minderheitenanteile wurden jeweils auf der Ebene der einzelnen Gesellschaften unter Berücksichtigung der jeweiligen Minderheitenquote auf Basis des Ergebnisses nach Steuern ermittelt.

#### **1.8.7 Erwartete Nettoausschüttungen**

Für den Planungszeitraum 2014 bis 2063 hat die Bewertungsgutachterin analog zur Vorgehensweise bei der GSW eine Ausschüttung in Höhe von 60% der FFO vor Verkauf angenommen.

Der in der Detailplanungsphase 2014 bis 2016 nicht ausgeschüttete Ergebnisanteil wird annahmegemäß zur Finanzierung der Investitionen und zum Schuldenabbau verwendet. Dies führt zu einer Verbesserung des Zinsergebnisses und der Kapitalstruktur und entspricht auch der Vorgehensweise bei der Bewertung der GSW. Zwischen dem Jahr 2017 und 2031 wird das nicht ausgeschüttete Ergebnis vollständig den Anteilseignern als Wertbeitrag aus Thesaurierung zugerechnet. Ab dem Jahr 2032 wurde eine Innenfinanzierung in Höhe von EUR 7 Mio. bis EUR 15 Mio. p.a. zur Sicherung eines konstanten Beleihungsauslaufs angenommen. Der Restbetrag wurde als Wertbeitrag aus Thesaurierung den Anteilseignern zugerechnet.

Zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums in der Ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin zutreffend eine Thesaurierung in Höhe von 1,0% bezogen auf das Eigenkapital abzüglich der Anteile an der GSW zum Ende des Jahres 2063 errechnet.

Für die Ewige Rente wurde von der Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote in Höhe von 50% des zur Ausschüttung verfügbaren Ergebnisses angesetzt. Diese liegt auch in der Bandbreite von historisch für den deutschen Markt beobachteten Ausschüttungsquoten. Diese lagen entsprechend einer Untersuchung zwischen 40% und 70%.<sup>36</sup> Wir erachten die angesetzte Ausschüttungsquote unter Berücksichtigung des Ausschüttungsverhaltens der Deutsche Wohnen vergleichbarer börsennotierter Unternehmen als angemessen.

Aufgrund der Existenz eines positiven steuerlichen Einlagekontos hat die Bewertungsgutachterin zwischen Dividendenausschüttungen und einer Einlagenrückgewähr unterschieden. Für die Wertbeiträge aus Dividendenausschüttung hat die Bewertungsgutachterin die persönlichen Steuern zutreffend unter Berücksichtigung der Abgeltungsteuer berechnet. Für die Abgeltungsteuer wurde ein Steuersatz in Höhe von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt (insgesamt 26,375%). Bei der Einlagenrückgewähr wird unterschieden zwischen Einlagen, die vor bzw. nach der Unternehmenssteuerreform 2008 erfolgt sind. Sofern sich die Einlagenrückgewähr auf Einlagen vor 2008 bezieht, wird die Rückgewähr steuerfrei angenommen. Eine Rückgewähr der Einlagen, die nach 2008 geleistet wurden, wurde von der Bewertungsgutachterin unter der Berücksichtigung einer langen Haltedauer mit Steuern in Höhe von 13,188% belastet. Diese Vorgehensweise erfolgte in Anlehnung an die Besteuerung der Wertbeiträge aus Thesaurierung. Wir erachten diese Vorgehensweise als sachgerecht.

---

<sup>36</sup> Vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel: Weiterentwicklung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1), WPg 17/2004, S. 894.

Die als Wertbeiträge aus Thesaurierungen zugerechneten Beträge wurden mit einer effektiven Abgeltungsteuer belastet, die typisierend unter Berücksichtigung einer langen Halte-dauer in Höhe von 12,5% (hälftiger nomineller Steuersatz) zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt wurde (insgesamt 13,188%).

Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich. Bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen i.S.d. IDW S 1 i.d.F. 2008 werden der Typisierung im Einklang mit der langjährigen Bewertungs-praxis und der deutschen Rechtsprechung die steuerlichen Verhältnisse einer inländi-schen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person zugrunde gelegt. Hierzu sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungs-objekt und der Alternativrendite zu treffen. Entsprechend den Empfehlungen des IDW ist die Bewertungsgutachterin bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern von den Verhältnissen einer inländischen, natürlichen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person als Anteilseigner ausgegangen. In Übereinstimmung mit dem seit dem Jahr 2009 geltenden Abgeltungsteuersystem wurde die persönliche Steuer auf Ausschüttungen mit 25% zuzü-glich Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Der Besteuerung eines im Zeitablauf entstehenden Wertzuwachses wurde von der Bewertungsgutachterin sachgerecht durch die Berücksich-tigung einer jährlichen effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung von 12,5% zuzüglich Solidaritätszuschlag Rechnung getragen.

Die beschriebene Vorgehensweise und die konkreten Modifikationen zur Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse erachten wir als sachgerecht. Von der rechnerischen Rich-tigkeit haben wir uns überzeugt.

### 1.8.8 Zu kapitalisierende Ergebnisse

Die Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse unter Berücksichtigung der Berechnung der Ertragsteuern auf die Ausschüttung sowie der unmittelbaren Zurechnung der thesaurierten Mittel beim Anteilseigner haben wir rechnerisch nachvollzogen. Grundsätzlich basiert die Unternehmensbewertung auf einer fortentwickelten Planungsrechnung bis 2063 und einer nachfolgenden Ewigen Rente. Aus Darstellungsgründen wurden die Posten der Gewinn- und Verlustrechnung für die fortentwickelte Planungsrechnung bis 2063 und die Ewige Rente barwertäquivalent in ein annuitätisches nachhaltiges Ergebnis umgerechnet.

<b>Zu kapitalisierende Ergebnisse - Deutsche Wohnen in EUR Mio.</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>Ewige Rente</b>
<b>EBIT</b>	<b>267,0</b>	<b>270,9</b>	<b>272,3</b>	<b>267,3</b>
Finanzergebnis	-126,2	-124,7	-122,7	-111,7
<b>Ergebnisse vor Unternehmensteuern</b>	<b>140,8</b>	<b>146,2</b>	<b>149,6</b>	<b>155,6</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-13,8	-13,7	-13,0	-25,8
<b>Ergebnisse nach Unternehmenssteuern</b>	<b>127,0</b>	<b>132,5</b>	<b>136,6</b>	<b>129,8</b>
Minderheiten zustehende Ergebnisse	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6
<b>Ergebnisse nach Minderheiten</b>	<b>126,5</b>	<b>131,9</b>	<b>136,0</b>	<b>129,3</b>
Thesaurierung (Innenfinanzierung)	-54,3	-55,2	-56,7	-3,6
Wachstumsthesaurierung				-2,8
Wertbeitrag aus Ausschüttung	72,2	76,7	79,3	75,0
Ertragsteuer auf Ausschüttung	-8,6	-9,2	-9,5	-17,2
Wertbeitrag aus Thesaurierung	0,0	0,0	0,0	47,8
Effektive Ertragsteuer auf Thesaurierung	0,0	0,0	0,0	-6,3
<b>Zu kapitalisierende Ergebnisse</b>	<b>63,5</b>	<b>67,5</b>	<b>69,8</b>	<b>99,4</b>

## 1.9 Kapitalisierungszinssatz

Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz orientiert sich an der (erwarteten) Rendite einer im Vergleich zum Bewertungsobjekt adäquaten alternativen Kapitalverwendung. Er gibt demnach an, welche Mindestverzinsung aus dem Bewertungsobjekt erzielt werden muss, um nicht schlechter zu stehen als bei einer Anlage in die nächstbeste Alternative. Bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ist zur Bemessung der Alternativrendite grundsätzlich typisierend von erzielbaren Renditen aus einem Bündel von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) auszugehen und eine Anpassung an die Risikostruktur des Bewertungsobjekts vorzunehmen. Der Kapitalisierungszinssatz ist zudem analog zur Vorgehensweise bei der Bestimmung der ausschüttbaren Ergebnisse um persönliche Ertragsteuern zu vermindern und ebenfalls nach Kürzung um persönliche Ertragsteuern anzusetzen.

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

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

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

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

## a) Basiszinssatz

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

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

Die Zinsstrukturkurve bildet den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten ab, wie er für Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko gelten würde. Die Verwendung von aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristadäquaten Zerobondfaktoren gewährleistet die gebotene Einhaltung der Laufzeitäquivalenz zwischen Alternativanlage und zu bewertenden finanziellen Überschüssen.

Auf dieser Grundlage hat die Bewertungsgutachterin in Übereinstimmung mit der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) empfohlenen Vorgehensweise einen für alle Planjahre einheitlichen Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von gerundet 2,50% abgeleitet.

Wir haben die Ableitung des Basiszinssatzes anhand eigener Berechnungen und auf Basis einer durchschnittlichen Zinsstrukturkurve unter Verwendung der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank im Zeitraum von drei Monaten bis einschließlich 17. April 2014 nachvollzogen und einen für alle Planjahre einheitlichen ungerundeten Basiszinssatz vor Einkommensteuer in Höhe von 2,58% hergeleitet. Hieraus ergibt sich ein gerundeter Basiszinssatz von 2,50%, der unter Berücksichtigung einer typisierten persönlichen Ertragssteuerbelastung als Nachsteuergröße rd. 1,84% beträgt.

Wir haben darüber hinaus die Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank im Zeitraum von drei Monaten bis einschließlich 31. März 2014 abgerufen. Auf Basis dieser Daten haben wir einen einheitlichen ungerundeten Basiszinssatz vor Einkommensteuer in Höhe von 2,63% hergeleitet. Hieraus ergibt sich ein gerundeter Basiszinssatz von 2,75%, der unter Berücksichtigung einer typisierten persönlichen Ertragssteuerbelastung als Nachsteuergröße rd. 2,02% beträgt.

Der relevante Bewertungsstichtag ist der Tag der Hauptversammlung der GSW. Aufgrund der Zinsstrukturdaten ist es bei Abschluss dieses Berichtes unsicher, ob der risikolose Basiszinssatz 2,50% oder 2,75% vor persönlicher Einkommensteuerbelastung bzw. bei 1,84% oder 2,02% nach persönlicher Einkommensteuerbelastung liegen wird. Wir haben daher die Effekte der unterschiedlichen Basiszinssätze auf den Ausgleich sowie die Abfindung untersucht und in den Abschnitten C.IV.1.12 bzw. C.IV.2.5 dargestellt.

Wir halten den von der Bewertungsgutachterin verwendeten risikolosen Basiszinssatz von 1,84% nach Steuern für sachgerecht und angemessen.

#### **b) Risikozuschlag**

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

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

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

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

## Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie ist die marktdurchschnittliche, von Investoren geforderte Überrendite von Aktienanlagen gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere. Der Aktienmarkt kann dabei durch einen breiten Aktienindex wie zum Beispiel den DAX, den CDAX oder den MSCI All Country World Index abgebildet werden.

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

Die von der Bewertungsgutachterin berücksichtigte Marktrisikoprämie liegt in der Mitte einer Bandbreite von Marktrisikoprämien, die sich aus aktuellen Hinweisen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB)<sup>37</sup> des IDW ergibt. Aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie auf von Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämien kam der FAUB zu dem Ergebnis, dass es sachgerecht ist, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie ab September 2012 an einer Bandbreite der Marktrisikoprämie nach Einkommensteuern von 5,0% bis 6,0% zu orientieren.

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

Dabei kann die (quasi-)risikofreie Rendite aus aktuellen Erwartungen, die sich in der Effektivrendite z.B. deutscher Staatsanleihen niederschlagen, abgeleitet werden. Hinsichtlich der Risikoprämie kann jedoch mangels Kenntnis der erwarteten Aktienrisikoprämien lediglich auf historische Durchschnittswerte zurückgegriffen werden. Somit ergibt sich der Kapitalisierungszinssatz als Summe einer aktuell für die Zukunft erwarteten risikofreien Rendite und einer ausgehend von der in der Vergangenheit gemessenen Rendite, prognostizierten Marktrisikoprämie.

---

<sup>37</sup> Vgl. „Hinweise des FAUB zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung“ vom 19.09.2012.

Diese Vorgehensweise ist ein bestmöglicher Kompromiss, solange davon ausgegangen werden kann, dass die in der Vergangenheit gemessene Relation zwischen Risikoprämie und risikofreien Zinssatz ein guter Schätzer für die erwartete Relation ist. Davon kann in Zeiten stabiler wirtschaftlicher Entwicklung regelmäßig ausgegangen werden. Mehrere Indikatoren deuten darauf hin, dass dies zur Zeit jedoch nicht gegeben ist.

Die derzeitige Situation an den Kapitalmärkten ist u.a. dadurch gekennzeichnet, dass die Renditen deutscher Staatsanleihen und die korrespondierende Zinsstrukturkurve auf ein historisch niedriges Niveau gesunken sind. Diese Entwicklung geht einher mit einer Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank, die auch für die kommenden Jahre erwartet wird. Die Rendite deutscher Staatsanleihen liegt deutlich unterhalb laufzeitkongruenter EURIBOR-Zinsen oder anderer europäischer Staatsanleiherenditen. Diese Marktbeobachtung kann damit erklärt werden, dass c.p. die Nachfrage nach deutschen Staatsanleihen gestiegen ist. Es mag dahingestellt bleiben, ob der Grund dafür in einer tatsächlich erhöhten Unsicherheit oder in einer subjektiv empfundenen größeren Risikoscheu liegt. In jedem Fall entspricht die derzeitige Kapitalmarktsituation nicht der Konstellation, wie sie im Durchschnitt für die Vergangenheit beobachtbar war. Es ist daher geboten, die gewohnte Praxis der Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes zu hinterfragen.

Da bezüglich des Handels mit deutschen Staatsanleihen kein Marktversagen beobachtbar ist und auch keine risikoärmere Anlageform erkennbar ist, ist trotz niedriger Renditen die beobachtbare Rendite deutscher Staatsanleihen unverändert der bestmögliche Schätzer für risikofreie Renditen. Aufgrund der offensichtlichen Verlagerung der Nachfrage zugunsten relativ gesehen risikoärmerer deutscher Staatsanleihen und des damit einhergehenden Befundes, dass Investoren bereit sind, für risikoarme Anlagen minimalste, zum Teil sogar negative Renditen zu akzeptieren, muss jedoch davon ausgegangen werden, dass umgekehrt der Preis für die Risikoübernahme gestiegen ist. Um gleichwohl eine nachvollziehbare, objektivierte Bestimmung der Risikoprämie zu ermöglichen, bietet es sich an, sich im Rahmen der Bandbreite von historisch gemessenen Risikoprämien vorübergehend zumindest am oberen Rand der Bandbreite zu orientieren. Im Ergebnis kann damit derzeit eher von einer Marktrisikoprämie im Bereich von 5,0% bis 6,0% (nach persönlicher Ertragsteuer) ausgegangen werden.

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

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

### **Beta Faktor**

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

Für die GSW und die Deutsche Wohnen als börsennotierte Unternehmen liegen am Kapitalmarkt beobachtbare Beta Faktoren vor. Die Bewertungsgutachterin berücksichtigt die historischen Beta Faktoren der beiden Unternehmen. Allerdings werden nicht nur die individuellen Beta Faktoren der beiden Unternehmen verwendet. Vielmehr ermittelt die Bewertungsgutachterin den Beta Faktor auf Basis einer Peer Group. Dabei wird die gleiche Peer Group für die GSW und die Deutsche Wohnen verwendet.

Wir haben die Beta Faktoren der GSW und der Deutsche Wohnen anhand eigener Untersuchungen auf der Grundlage von Daten von Bloomberg LP plausibilisiert. Eine Analyse der Aktienkurse zeigt, dass die Entwicklungen im Zwei- und Fünf-Jahres-Zeitraum (bzw. bei der GSW seit Börsennotierung) statistisch signifikant sind. Damit können diese zur Ableitung des unternehmensspezifischen Risikos im Rahmen des CAPM bzw. des Tax-CAPM verwendet werden. Auf Grundlage dieser Überlegungen ist es daher sachgerecht, dass die Bewertungsgutachterin die Beta Faktoren der GSW und der Deutsche Wohnen berücksichtigt hat.

Die Verwendung einer Peer Group durch die Bewertungsgutachterin anstelle nur der individuellen Beta Faktoren erscheint ebenfalls sachgerecht. Weder der künftige Beta Faktor der GSW oder der Deutsche Wohnen oder der Peer Group sind bekannt noch direkt beobachtbar. Beobachtbar sind nur die historischen Beta Faktoren, welche Schätzwerte für das zukünftige systematische Risiko, welches mit den künftigen finanziellen Überschüssen der GSW und der Deutsche Wohnen verbunden ist, darstellen. In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass die Planungsprämissen bei der GSW und der Deutsche Wohnen in wesentlichen Bereichen vergleichbar sind. In der Vergangenheit ist die Deutsche Wohnen jedoch wesentlich stärker anorganisch gewachsen. Hierzu zählt insbesondere die Akquisition der GSW. Allerdings ist das Portfolio der Deutsche Wohnen auch ohne die

GSW insbesondere in den Core<sup>+</sup>-Regionen gewachsen. Wohingegen das Portfolio in den Non-Core-Regionen rückläufig ist. Dementsprechend gab es Angleichungen in der Portfoliostruktur. Folglich stellt unseres Erachtens der historische Beta Faktor der Peer Group den besseren Schätzer für das zukünftige systematische Risiko dar als nur die individuellen Beta Faktoren. Daher halten wir die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin für angemessen, den Beta Faktor auf Basis einer Peer Group zu ermitteln. Da der Fokus der Geschäftstätigkeiten bei beiden Gesellschaften vergleichbar ist, halten wir es für sachgerecht, eine gemeinsame Peer Group zu verwenden.

Die Bewertungsgutachterin hat neben der GSW und der Deutsche Wohnen folgende Unternehmen in die Peer Group einbezogen:

- **Colonia Real Estate AG, Köln**

Die TAG Immobilien AG – ebenfalls ein Unternehmen der Peer Group – hält 79,04% der Aktien der Colonia Real Estate AG. Die Colonia Real Estate AG verwaltet und investiert in Immobilien. Das Unternehmen investiert in Wohn-, Hotel- und Büroimmobilien. Das Unternehmen bietet darüber hinaus auch Asset Management Dienstleistungen an institutionelle Kunden an. Die Gesellschaft erzielte im Geschäftsjahr 2012 einen Gesamtumsatz in Höhe von EUR 61,9 Mio. (Umsätze aus Vermietung EUR 57,0 Mio.) sowie ein EBIT von EUR 18,2 Mio. Der Geschäftsbericht 2013 lag bei Abschluss unserer Arbeiten noch nicht vor. Die Marktkapitalisierung belief sich zum 31. Dezember 2013 auf EUR 199,7 Mio.

- **Deutsche Annington Immobilien SE, Bochum**

Die Deutsche Annington Immobilien SE bietet Immobiliendienstleistungen an. Das Unternehmen verwaltet, vermietet und verkauft Apartments. Die Deutsche Annington Immobilien SE bietet den Kunden bundesweit Wohnimmobilien an. Die Gesellschaft hat rund 175.000 eigene und 26.000 für Dritte verwaltete Wohnungen. Die Deutsche Annington Immobilien SE erzielte im Geschäftsjahr 2013 einen Gesamtumsatz in Höhe von EUR 1.421,1 Mio. (Umsätze aus Vermietung EUR 1.048,3 Mio.) sowie ein EBIT von EUR 982,0 Mio. Die Marktkapitalisierung belief sich zum 31. Dezember 2013 auf EUR 4.036,4 Mio.

- **GAGFAH SA, Luxemburg**

Die GAGFAH SA akquiriert, besitzt und verwaltet bundesweit Wohnimmobilien. Das Portfolio der Gesellschaft umfasst u.a. 145.000 Mietwohnungen. Die Gesellschaft erzielte im Geschäftsjahr 2013 einen Gesamtumsatz in Höhe von EUR 975,0 Mio. (Umsätze aus Vermietung EUR 829,8 Mio.) sowie ein EBIT von EUR 335,1 Mio. Die Marktkapitalisierung belief sich zum 31. Dezember 2013 auf EUR 2.310,7 Mio.

- **LEG Immobilien AG, Düsseldorf**

Die LEG Immobilien AG besitzt und verwaltet Apartments in Nordrhein Westfalen. Insgesamt besaß die Gesellschaft zum 31. Dezember 2013 rund 94.000 Wohneinheiten sowie rund 1.000 Gewerbeeinheiten. Im Jahr 2013 erwirtschaftete die Gesellschaft Umsatzerlöse in Höhe von EUR 566,0 Mio. (Umsätze aus Vermietung EUR 532,1 Mio.) sowie ein EBIT von EUR 287,8 Mio. Die Marktkapitalisierung belief sich zum 31. Dezember 2013 auf EUR 2.274,8 Mio.

- **TAG Immobilien AG, Hamburg**

Die TAG Immobilien AG entwickelt, verkauft und vermietet gewerbliche und Wohnimmobilien sowie Spezialimmobilien. Im Jahr 2013 umfasste das Portfolio der Gesellschaft über 70.000 Einheiten. Die Gesellschaft erzielte im Geschäftsjahr 2013 einen Gesamtumsatz in Höhe von EUR 375,8,8 Mio. (Umsätze aus Vermietung EUR 251,0 Mio.) sowie ein EBIT von EUR 127,6 Mio. Die Marktkapitalisierung belief sich zum 31. Dezember 2012 auf EUR 1.152,8 Mio.

Die Bewertungsgutachterin hat auf Basis der Peer Group einen unverschuldeten Beta Faktor in Höhe von rd. 0,35 bestimmt und den Bewertungen der GSW und Deutsche Wohnen zugrunde gelegt. Zur Ermittlung der Beta Faktoren wurden wöchentliche Euro-Renditen in drei Zwei-Jahres-Zeiträumen über einen Zeitraum von insgesamt vier Jahren zugrunde gelegt und als Referenzindex auf den MSCI World All Country Index abgestellt. Hierbei hat die Bewertungsgutachterin Kapitalmarktdaten von Bloomberg LP verwendet.

Hinsichtlich der von der Bewertungsgutachterin verwendeten Vergleichsunternehmen haben wir deren Vergleichbarkeit und Vollständigkeit hinterfragt. Wir haben sowohl mittels Bloomberg als auch S&P Capital IQ eigene Analysen möglicher Vergleichsunternehmen durchgeführt. Dabei haben wir insbesondere auch die Patrizia Immobilien AG sowie die ORCO Germany SA in Betracht gezogen. Die Unternehmen kamen jedoch entweder hinsichtlich ihres Geschäftsmodelles – nicht fokussiert auf Wohnimmobilien in Deutschland – oder mangels statistischer Signifikanz nicht in Betracht. Auf Basis unserer Analysen erachten wir daher die verwendete Gruppe von Vergleichsunternehmen für die Ableitung des Beta Faktors für geeignet.

Zur Prüfung der Angemessenheit des in Höhe von 0,35 von der Bewertungsgutachterin angesetzten unverschuldeten Beta Faktors haben wir darüber hinaus eigene Berechnungen von Beta Faktoren auf der Grundlage der Daten des Finanzdienstleisters Bloomberg LP durchgeführt. Hierzu haben wir andere Zeiträume alternativ betrachtet.

Für die Festlegung des Zeitraums der Betaberechnung ist eine Abwägung der Aktualität und der statistischen Signifikanz notwendig. Ein erhöhter Stichprobenumfang erhöht aus statistischer Sicht die Ergebnisgenauigkeit. In der Praxis werden Beobachtungszeiträume von fünf Jahren und zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen verwendet (vgl. OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09; OLG Frankfurt, 2. Mai 2011, 21 W 3/11). Tendenziell spricht die Aktualität für einen kürzeren Zeitraum von z.B. zwei Jahren (vgl. LG Frankfurt, 2. September 2010, 3-5 O 279/08).

Die verschuldeten Beta Faktoren der einzelnen Peer Group Unternehmen wurden von uns auf Basis wöchentlicher Beobachtungen für den Zwei-Jahres-Zeitraum und auf Basis wöchentlicher Beobachtungen für den Fünf-Jahres-Zeitraum jeweils mittels Regression gegen den CDAX sowie den MSCI World All Country Index ermittelt. Zurückgegriffen wurde hierbei auf die von dem Finanzdienstleister Bloomberg LP zur Verfügung gestellten Raw und Adjusted Beta Faktoren.

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

Die unverschuldeten Raw und Adjusted Beta Faktoren der ausgewählten Vergleichsunternehmen sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

Beta Faktoren	CDAX				MSCI (EUR)			
	2 Jahre		5 Jahre		2 Jahre		5 Jahre	
	unverschuldet	unverschuldet adj.						
Colonia Real Estate AG	0,26	0,31	0,26	0,29	0,29	0,33	0,30	0,31
Deutsche Annington Immobilien SE	0,25	0,35	0,25	0,35	0,32	0,40	0,32	0,40
Deutsche Wohnen	0,42	0,48	0,39	0,43	0,48	0,52	0,45	0,47
GAGFAH SA	0,25	0,29	0,32	0,33	0,28	0,31	0,39	0,37
GSW	0,37	0,43	0,31	0,38	0,51	0,52	0,42	0,45
LEG Immobilien AG	0,31	0,41	0,31	0,41	0,39	0,46	0,39	0,46
TAG Immobilien AG	0,23	0,29	0,19	0,26	0,28	0,32	0,26	0,30
<b>Durchschnitt</b>	<b>0,30</b>	<b>0,37</b>	<b>0,29</b>	<b>0,35</b>	<b>0,36</b>	<b>0,41</b>	<b>0,36</b>	<b>0,40</b>

Quelle: Bloomberg LP

Unsere hinsichtlich zugrundeliegendem Zeitraum und Index alternativen Analysen ergeben eine Bandbreite von 0,29 bis 0,41. Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte unverschuldete Beta Faktor in Höhe von 0,35 liegt in der beobachteten Bandbreite. Auf der Grundlage unserer Analysen erachten wir den von der Bewertungsgutachterin gewählten Ansatz als angemessen.

### c) **Wachstumsrate**

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

In den Planungsrechnungen der GSW und Deutsche Wohnen für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 sind das erzielbare Wachstum in den erwarteten Entwicklungen der Erträge und Aufwendungen sowie der Bilanzposten reflektiert. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum war insoweit nicht erforderlich. Auch in den Jahren 2017 ff. (Fortführungsperiode) werden sich die Posten der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung und somit auch die aus den Planungen ableitbaren Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum der Gesellschaft lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden.

Durch die Berücksichtigung eines Wachstumsabschlags in der Ewigen Rente wird dem Umstand Rechnung getragen, dass inflatorische Entwicklungen durch ein Unternehmen teilweise besser aufgefangen bzw. weitergegeben werden können als dies bei einer Anlage in festverzinsliche Wertpapiere der Fall ist. Dies bedeutet aber nicht zwingend, dass die Inflation in voller Höhe ausgeglichen werden kann. Die Entwicklung von Unternehmensgewinnen hängt nämlich nicht nur von der Inflation, sondern insbesondere von der Markt- und Konkurrenzsituation sowie der internen Kostenentwicklung ab. Die erwartete Inflationsrate ist deshalb ein erster Anhaltspunkt für die Ermittlung des Wachstumsabschlags.

Empirische Untersuchungen zeigen, dass Unternehmensgewinne in der Vergangenheit lediglich in Höhe von rd. 50% im Vergleich zur Inflation gestiegen sind. Dies impliziert, dass die Geldentwertung von Unternehmen regelmäßig nicht in voller Höhe auf die Kunden abgewälzt werden kann.

Mit dem geldpolitischen Stabilitätsziel der Europäischen Zentralbank (EZB) wird eine nachhaltige Inflationsrate von unter oder nahe 2,0% für den Euro-Raum determiniert. Dass sich diese Geldpolitik der EZB auch in den tatsächlichen historischen Inflationsraten widerspiegelt, zeigt der vom statistischen Bundesamt ermittelte Verbraucherpreisindex. Danach ergab sich für die Jahre 2001 bis 2013 für Deutschland eine durchschnittliche Preisänderungsrate von 1,7% p.a. Auch prognostizierte die Deutsche Bundesbank im Rahmen ihres Monatsberichts vom Dezember 2013 für das Jahr 2014 eine Inflationsrate von 1,3% und für das Jahr 2015 eine Inflationsrate von 1,5%.

Auch in der Rechtsprechung ist anerkannt, dass der konkret zugrunde zu legende Wachstumsabschlag keinesfalls der Höhe der erwarteten allgemeinen Inflation entsprechen muss. Es ist nämlich nicht zwangsläufig, dass künftige unternehmensindividuelle Kostensteigerungen in vollem Umfang auf die Kunden übergewälzt bzw. durch Effizienzsteigerungen aufgefangen werden können. In der Rechtsprechung werden im Allgemeinen Inflationsraten zwischen 0,0% und 2,0% anerkannt.

Die Bewertungsgutachterin hat das nachhaltige Wachstum einheitlich mit 1,0% p.a. angesetzt.

Wir beurteilen diese nachhaltige Wachstumsrate vor dem Hintergrund folgender Überlegungen als angemessen:

Für die Gesellschaften wurde auch nach 2017 in der fortentwickelten Planungsrechnung bis 2063 ein höherer Anstieg als 1,0% der Sollmieten angenommen, da eine Angleichung der Sollmieten der Gesellschaften an das Marktniveau, welches durch einen Anstieg der Mieten auf Marktniveau nach Mieterwechsel erreicht werden soll, erwartet wird. Dementsprechend kann das darüber hinaus gehende Wachstum nur aus einer Steigerung des allgemeinen Mietniveaus resultieren. Hierbei sind jedoch gegensätzliche Effekte zu berücksichtigen. Eine Zunahme der Ein- und Zwei-Personenhaushalte sowie Neubauaktivitäten, die aktuell in Berlin sowie den weiteren Core<sup>+</sup>-Regionen der Deutsche Wohnen zurückbleiben, sprechen für eine Steigerung der Mieten. Dagegen spricht jedoch die rückläufige demografische Bevölkerungsentwicklung in Deutschland.

Unter dieser Gesamtwürdigung halten wir ein jährliches durchschnittliches Wachstum von 1,0% für angemessen.

Auf der Grundlage der vorstehenden Überlegungen kommt die Bewertungsgutachterin für die GSW und die Deutsche Wohnen zu folgenden Kapitalisierungszinssätzen:

<b>Kapitalisierungszinssätze - GSW</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>Ewige Rente</b>
Basiszinssatz vor persönlicher Steuer	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Persönliche Steuer auf Basiszinssatz	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
<b>Basiszinssatz nach persönlicher Steuer</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>
Marktrisikoprämie im Tax-CAPM	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
<i>Beta Faktor unverschuldet</i>	0,35	0,35	0,35	0,35
<i>Verschuldungsgrad</i>	0,94	0,90	0,87	0,84
Beta Faktor verschuldet	0,49	0,48	0,48	0,48
<b>Risikozuschlag</b>	<b>2,70%</b>	<b>2,67%</b>	<b>2,64%</b>	<b>2,61%</b>
Wachstumsabschlag				-1,00%
<b>Kapitalisierungszinssätze</b>	<b>4,54%</b>	<b>4,51%</b>	<b>4,48%</b>	<b>3,45%</b>

<b>Kapitalisierungszinssätze - Deutsche Wohnen</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>Ewige Rente</b>
Basiszinssatz vor persönlicher Steuer	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Persönliche Steuer auf Basiszinssatz	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
<b>Basiszinssatz nach persönlicher Steuer</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>
Marktrisikoprämie im Tax-CAPM	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
<i>Beta Faktor unverschuldet</i>	0,35	0,35	0,35	0,35
<i>Verschuldungsgrad</i>	1,39	1,31	1,24	1,19
Beta Faktor verschuldet	0,56	0,54	0,54	0,53
<b>Risikozuschlag</b>	<b>3,07%</b>	<b>3,00%</b>	<b>2,95%</b>	<b>2,90%</b>
Wachstumsabschlag				-1,00%
<b>Kapitalisierungszinssätze</b>	<b>4,91%</b>	<b>4,84%</b>	<b>4,79%</b>	<b>3,74%</b>

Wir haben die methodische Ableitung und die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes nachvollzogen und halten ihn im Ergebnis für sachgerecht und angemessen.

## 1.10 Unternehmenswert der GSW

### Kapitalisierung auf den Bewertungsstichtag

Ausgehend von den zu kapitalisierenden Ergebnissen und den Kapitalisierungszinssätzen ergibt sich nachfolgender Ertragswert der GSW zum 18. Juni 2014:

<b>Ertragswert - GSW in EUR Mio.</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>Ewige Rente</b>
<b>Zu kapitalisierende Ergebnisse</b>	<b>44,9</b>	<b>47,8</b>	<b>51,0</b>	<b>70,7</b>
<i>Kapitalisierungszinssätze</i>	<i>4,54%</i>	<i>4,51%</i>	<i>4,48%</i>	<i>3,45%</i>
Barwertfaktoren	0,9566	0,9153	0,8761	25,3611
Barwerte zum 31.12.	43,0	43,7	44,7	1.793,3
<b>Ertragswert zum 31.12.2013</b>	<b>1.924,7</b>			
Aufzinsung	40,0			
<b>Ertragswert zum 18.6.2014</b>	<b>1.964,7</b>			

Die Kapitalisierung der erwarteten Ausschüttungen und Thesaurierungen mittels der zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze auf den maßgeblichen Bewertungsstichtag 18. Juni 2014 haben wir rechnerisch nachvollzogen und halten diese für sachgerecht.

### Sonderwerte

Die Bewertungsgutachterin hat bei der Bewertung der GSW Sonderwerte berücksichtigt. Die angesetzten Sonderwerte sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

<b>Sonderwerte zum 18.6.2014 - GSW</b>	<b>EUR Mio.</b>
Beteiligungen	5,6
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	19,1
Körperschaftsteuerguthaben	0,0
<b>Sonderwerte</b>	<b>24,7</b>

Die Bewertungsgutachterin berücksichtigt **Beteiligungen** als Sonderwert, die aus Wesentlichkeitsgründen nicht in der Planung der GSW berücksichtigt wurden. Für die als Sonderwert angesetzten Beteiligungen wurde der höhere Wert aus Beteiligungsbuchwert und anteiligem Eigenkapital als Sonderwert berücksichtigt. Darüber hinaus befinden sich Grundstücksgesellschaften in Liquidation, die mit ihren Liquidationserlösen ebenfalls in dem Sonderwert erfasst wurden.

Die Stadtentwicklungsgesellschaft Eldenaer Straße mbH befindet sich in Liquidation. Diese ist jedoch nicht als Sonderwert berücksichtigt worden, da nach Auskunft der GSW alle wesentlichen Vermögenswerte und Schulden bereits im Geschäftsjahr 2013 auf andere Gesellschaften der GSW übergegangen sind.

Die Bewertungsgutachterin hat darüber hinaus **nicht betriebsnotwendiges Vermögen** als Sonderwert berücksichtigt. Dieses umfasst in Höhe von EUR 19,0 Mio. unbebaute Grundstücke. Für die unbebauten Grundstücke wurde der Verkehrswert angesetzt. Des Weiteren hat die Bewertungsgutachterin Kunstgegenstände als Sonderwert berücksichtigt. Der Wert wurde anhand der historischen Anschaffungskosten auf EUR 0,1 Mio. geschätzt.

Das bei der GSW zum 31. Dezember 2013 bestehende **Körperschaftsteuerguthaben** (TEUR 2,5) wurde als Sonderwert berücksichtigt.

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

Der Unternehmenswert der GSW und der Wert je Aktie ergibt sich nach unseren Ermittlungen unter Berücksichtigung des Ertragswertes und der Sonderwerte zum 18. Juni 2014 wie folgt:

<b>Wertübersicht GSW zum 18.6.2014</b>	
<b>Ertragswert (in EUR Mio.)</b>	<b>1.964,7</b>
Sonderwerte (in EUR Mio.)	24,7
<b>Unternehmenswert (in EUR Mio.)</b>	<b>1.989,4</b>
Anzahl der Aktien (in 1.000)	56.677
<b>Wert je Aktie (in EUR)</b>	<b>35,10</b>

## 1.11 Unternehmenswert der Deutsche Wohnen

### Kapitalisierung auf den Bewertungsstichtag

Ausgehend von den zu kapitalisierenden Ergebnissen und den Kapitalisierungszinssätzen ergibt sich nachfolgender Ertragswert der Deutsche Wohnen zum 18. Juni 2014:

<b>Ertragswert - Deutsche Wohnen in EUR Mio.</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>Ewige Rente</b>
<b>Zu kapitalisierende Ergebnisse</b>	<b>63,5</b>	<b>67,5</b>	<b>69,8</b>	<b>99,4</b>
<i>Kapitalisierungszinssätze</i>	4,91%	4,84%	4,79%	3,74%
Barwertfaktor	0,9532	0,9092	0,8677	23,1903
Barwerte zum 31.12.	60,6	61,4	60,6	2.304,0
<b>Ertragswert zum 31.12.2013</b>	<b>2.486,6</b>			
Aufzinsung	55,8			
<b>Ertragswert zum 18.6.2014</b>	<b>2.542,4</b>			

Die Kapitalisierung der erwarteten Ausschüttungen und Thesaurierungen mittels der zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze auf den maßgeblichen Bewertungsstichtag 18. Juni 2014 haben wir rechnerisch nachvollzogen und halten diese für sachgerecht.

### Sonderwerte

Die Bewertungsgutachterin hat bei der Bewertung der Deutsche Wohnen Sonderwerte berücksichtigt. Die als Sonderwerte angesetzten Vermögenswerte sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

<b>Sonderwerte zum 18.6.2014 - Deutsche Wohnen</b>	<b>EUR Mio.</b>
Beteiligung an der GSW	1.830,6
Beteiligungen	5,6
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	13,7
Körperschaftsteuerguthaben	0,1
<b>Sonderwerte</b>	<b>1.850,0</b>

Die Deutsche Wohnen hält 52.154.429 der Aktien der **GSW**, welches einem Anteil von rund 92,02% am Grundkapital der GSW entspricht. Der prozentuale Anteil der Deutsche Wohnen an dem Unternehmenswert der GSW wurde von der Bewertungsgutachterin als Sonderwert berücksichtigt.

Die Bewertungsgutachterin hat weitere **Beteiligungen** als Sonderwerte, die aus Wesentlichkeitsgründen nicht in der Planung der GSW berücksichtigt wurden, erfasst. Bei diesen Beteiligungen handelt es sich um die Immeo Berlin 67. GmbH, Immeo Berlin 78. GmbH, Immeo Berlin 79. GmbH, Immeo Berlin I S.à r.l. und Immeo Berlin V S.à r.l. Diese Beteiligungen wurden mit ihrem jeweiligen Beteiligungsbuchwert als Sonderwert berücksichtigt.

Die Stadtentwicklungsgesellschaft Eldenaer Straße mbH befindet sich in Liquidation. Diese ist jedoch nicht als Sonderwert berücksichtigt worden, da nach Auskunft der Deutsche Wohnen alle wesentlichen Vermögenswerte und Schulden bereits im Geschäftsjahr 2013 auf andere Gesellschaften der Deutsche Wohnen übergegangen sind.

Die Bewertungsgutachterin hat darüber hinaus **nicht betriebsnotwendiges Vermögen** als Sonderwert berücksichtigt. Dieses umfasst in Höhe von EUR 13,1 Mio. unbebaute Grundstücke. Des Weiteren hat die Bewertungsgutachterin Kunstgegenstände als Sonderwert berücksichtigt. Der Wert wurde anhand der historischen Anschaffungskosten auf EUR 0,6 Mio. geschätzt.

Das bei der Deutsche Wohnen zum 31. Dezember 2013 bestehende **Körperschaftsteuerguthaben** wurde als Sonderwert berücksichtigt.

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

Der Unternehmenswert der Deutsche Wohnen und der Wert je Aktie ergibt sich nach unseren Ermittlungen unter Berücksichtigung des Ertragswertes und der Sonderwerte zum 18. Juni 2014 wie folgt:

<b>Wertübersicht Deutsche Wohnen zum 18.6.2014</b>	
<b>Ertragswert (in EUR Mio.)</b>	<b>2.542,4</b>
Sonderwerte (in EUR Mio.)	1.850,0
<b>Unternehmenswert (in EUR Mio.)</b>	<b>4.392,4</b>
Anzahl der Aktien (in 1.000)	286.217
<b>Wert je Aktie (in EUR)</b>	<b>15,35</b>

## 1.12 Umtauschverhältnis

Aus den für GSW und Deutsche Wohnen ermittelten Werten je Aktie zum 18. Juni 2014 ergibt sich folgendes rechnerisches Umtauschverhältnis:

<b>Umtauschverhältnis</b>	
Wert je Aktie GSW auf Basis des Ertragswertverfahrens (in EUR)	35,10
Wert je Aktie Deutsche Wohnen auf Basis des Ertragswertverfahrens (in EUR)	15,35
<b>Umtauschverhältnis</b>	<b>2,29</b>

Wir haben bzgl. des Basiszinssatzes eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt. Die Unternehmenswerte je Aktie sowie das Umtauschverhältnis würden sich bei einem Basiszinssatz in Höhe von 2,75% vor persönlichen Ertragsteuern wie folgt darstellen:

<b>Umtauschverhältnis bei einem Basiszinssatz von 2,75%</b>	
Wert je Aktie GSW auf Basis des Ertragswertverfahrens (in EUR)	31,91
Wert je Aktie Deutsche Wohnen auf Basis des Ertragswertverfahrens (in EUR)	13,78
<b>Umtauschverhältnis</b>	<b>2,32</b>

Wir haben in der Sensitivitätsanalyse die Auswirkungen eines höheren Basiszinssatzes auf die Zinsaufwendungen berücksichtigt.

### 1.13 Plausibilisierung der Unternehmenswerte

Ergänzend zu den mittels des Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswerten haben wir anhand von vereinfachten Preisfindungen eine Plausibilitätsbeurteilung vorgenommen.

#### a) Vergleichsorientierte Bewertung

Die Bewertungspraxis kennt vereinfachte Verfahren auf Basis von Multiplikatoren, die zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Unternehmensbewertung auf Basis der Ertragswertmethode oder DCF-Methode herangezogen werden können. Hierbei wird der Unternehmenswert anhand eines mit dem Multiplikator bestimmten Vielfachen einer Erfolgsgröße des Bewertungsobjektes abgeschätzt.

Geeignete Multiplikatoren können aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (sog. Peer Group) oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden. Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann deshalb im Regelfall nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte. Bei auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise in hohem Maße durch die subjektive Interessenlage der Transaktionspartner bestimmt sind. Sie berücksichtigen bspw. Synergieeffekte und subjektive Erwartungshaltungen. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren für die Plausibilisierung eines objektivierte Unternehmenswertes regelmäßig niedriger. Dementsprechend haben wir ausschließlich Multiplikatoren vergleichbarer börsennotierter Unternehmen zugrunde gelegt.

Wir haben im Folgenden eine überschlägige Ermittlung von zukunftsbezogenen Marktmultiplikatoren vorgenommen, um die auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten Bewertungsergebnisse zu plausibilisieren.

Für die Plausibilisierung der Ergebnisse der Bewertungen nach dem Ertragswertverfahren haben wir dieselben Vergleichsunternehmen herangezogen, die auch der Bestimmung des Beta Faktors zugrunde gelegt wurden.

Wir haben den Multiplikator Gesamtunternehmenswert zu Ergebnis vor Steuern und Zinsen und Abschreibungen (UW / EBITDA) herangezogen.

Als Informationsquelle wurden von uns insbesondere Kapitalmarktdaten des Informationsanbieters S&P Capital IQ verwendet. Für die von uns verwendeten Vergleichsunternehmen ergeben sich zum 17. April 2014 folgende Multiplikatoren:

Multiplikatoren - GSW EUR Mio.	Unternehmenswert / EBITDA		
	2014	2015	2016
Deutsche Annington Immobilien SE	20,44x	17,77x	16,96x
Deutsche Wohnen	19,56x	17,98x	17,71x
GAGFAH SA	20,50x	19,77x	19,09x
GSW	22,24x	21,69x	17,48x
LEG Immobilien AG	19,27x	18,20x	17,11x
TAG Immobilien AG	19,49x	18,34x	17,54x
<b>Durchschnitt</b>	<b>20,25x</b>	<b>18,96x</b>	<b>17,65x</b>
<i>Maximum</i>	22,24x	21,69x	19,09x
<i>Minimum</i>	19,27x	17,77x	16,96x
EBITDA	178,3	182,1	190,7
<b>Durchschnittlicher Gesamtunternehmenswert</b>	<b>3.609,7</b>	<b>3.452,3</b>	<b>3.364,2</b>
Nettofinanzstatus	-1.814,8	-1.814,8	-1.814,8
Minderheitenanteile	-0,5	-0,5	-0,5
Sonderwerte	24,7	24,7	24,7
<b>Durchschnittlicher Unternehmenswert</b>	<b>1.819,2</b>	<b>1.661,8</b>	<b>1.573,6</b>
<i>Maximum</i>	2.174,1	2.159,8	1.848,2
<i>Minimum</i>	1.644,6	1.445,9	1.442,3
Anzahl der Aktien (in Tsd.)	56.677	56.677	56.677
<b>Durchschnittlicher Wert je Aktie</b>	<b>32,10</b>	<b>29,32</b>	<b>27,77</b>
<i>Maximum</i>	38,36	38,11	32,61
<i>Minimum</i>	29,02	25,51	25,45

Quelle: S&P Capital IQ

Multiplikatoren - Deutsche Wohnen EUR Mio.	Unternehmenswert / EBITDA		
	2014	2015	2016
<b>Durchschnitt</b>	<b>20,25x</b>	<b>18,96x</b>	<b>17,65x</b>
<i>Maximum</i>	22,24x	21,69x	19,09x
<i>Minimum</i>	19,27x	17,77x	16,96x
EBITDA (inkl. anteilig GSW)	436,0	443,2	452,3
<b>Durchschnittlicher Gesamtunternehmenswert</b>	<b>8.829,8</b>	<b>8.401,8</b>	<b>7.981,8</b>
Nettofinanzstatus (inkl. anteilig GSW)	-5.131,0	-5.131,0	-5.131,0
Minderheitenanteile (inkl. anteilig GSW)	-2,6	-2,6	-2,6
Sonderwerte (inkl. anteilig GSW)	42,1	42,1	42,1
<b>Durchschnittlicher Unternehmenswert</b>	<b>3.738,4</b>	<b>3.310,3</b>	<b>2.890,3</b>
<i>Maximum</i>	4.606,6	4.522,3	3.541,7
<i>Minimum</i>	3.311,4	2.784,8	2.578,7
Anzahl der Aktien (in Tsd.)	286.217	286.217	286.217
<b>Durchschnittlicher Wert je Aktie</b>	<b>13,06</b>	<b>11,57</b>	<b>10,10</b>
<i>Maximum</i>	16,09	15,80	12,37
<i>Minimum</i>	11,57	9,73	9,01

Quelle: S&P Capital IQ

Die nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Werte je Aktie der GSW und der Deutsche Wohnen liegen jeweils am oberen Ende der Wertbandbreiten, die sich aus der Multiplikatorbewertung ergeben.

**b) Net Asset Value**

Die GSW und die Deutsche Wohnen veröffentlichen in ihren Geschäftsberichten den nach den Empfehlungen der European Public Real Estate Association ermittelten Net Asset Value (EPRA NAV), welcher ein Bewertungsmaßstab für den Fair Value des Nettovermögenswertes einer Immobiliengesellschaft, die langfristig ihre Immobilien zur Vermietung und Bewirtschaftung hält, ist. Die Immobilien sind dabei mit ihrem auf Grundlage der DCF-Methode ermittelten Marktwert zu bewerten.

Der unverwässerte EPRA NAV je Aktie der GSW und der Deutsche Wohnen stellt sich gemäß den Geschäftsberichten zum 31. Dezember 2013 wie folgt dar:

<b>EPRA NAV in EUR</b>	<b>GSW</b>	<b>Deutsche Wohnen</b>
EPRA NAV (zum 31. Dezember 2013) je Aktie	30,02	13,99
Wert je Aktie auf Basis des Ertragswertverfahrens	35,10	15,35
<b>Abweichung</b>	<b>16,9%</b>	<b>9,7%</b>

Beide nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerte liegen über dem EPRA NAV. Die größere Differenz bei der GSW könnte insbesondere auf bei der Unternehmenswertermittlung berücksichtigte Kosteneinsparpotenziale (u.a. durch unechte Synergien) zurückgeführt werden.

### c) Vorerwerbe

Die Deutsche Wohnen hat am 20. August 2013 bekanntgegeben, den Aktionären der GSW ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot anzubieten. Hiernach konnten die Aktionäre der GSW für 20 Stückaktien der GSW 51 (Umtauschverhältnis 2,55 Deutsche Wohnen Stückaktien je GSW Stückaktie) neu auszugebende Stückaktien der Deutsche Wohnen erhalten, die mit einer Dividendenberechtigung ab dem 1. Januar 2014 ausgestattet sind.

Das Bundesverfassungsgericht hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteilseigentums zur Bemessung der Barabfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können, weil sie regelmäßig weder zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien eine Beziehung haben (vgl. BVerfG, 27. April 1999, AG 1999, S. 566, 568). Die Erwägungen eines Mehrheitsaktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme – wie z.B. im Rahmen eines Übernahmeangebotes – ggf. überhöhte Preise zu akzeptieren bereit ist, seien lediglich für den Mehrheitsaktionär bestimmend, während sie für Dritte keine Bedeutung hätten.

Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelinge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch. Diese Entscheidung entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung (vgl. für alle: Paulsen, in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., 2010, § 305, Tz. 82; BGH, 19. Juli 2010, AG 2010, S. 629, 632).

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

Insgesamt schließen wir uns der Einschätzung der Bewertungsgutachterin an, dass - bezugnehmend auf die oben genannte Rechtsprechung - das im Rahmen des Übernahmeangebotes angebotene Umtauschverhältnis für die Ermittlung der angemessenen Abfindung nach § 305 Abs. 2 AktG nicht relevant ist.

## 2. Angemessenheit des Ausgleiches und der Abfindung

### 2.1 Börsenkurse

Im Hinblick auf die Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999 (AktZ. 1 BvR 1613/94) ist der Börsenkurs der Aktien der zu bewertenden Gesellschaft dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert je Aktie für Zwecke der Festlegung der Abfindung gegenüberzustellen. Nach dem Beschluss des BVerfG darf ein existierender Börsenkurs bei der Bemessung der Abfindung nicht unberücksichtigt bleiben. Dementsprechend bildet der Börsenkurs grundsätzlich die Untergrenze der angemessenen Abfindung.

Eine Unterschreitung kommt jedoch in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Die Rechtsprechung des BVerfG wurde durch die Beschlüsse des Bundesgerichtshofes (BGH) vom 12. März 2001 (II ZB 15/00) und vom 19. Juli 2010 (II ZB 18/09) bestätigt und konkretisiert. In dem Beschluss des BGH vom 12. März 2001 wird erneut deutlich gemacht, dass der Börsenwert dann nicht als Untergrenze der angemessenen Abfindung in Betracht kommt, wenn er den Verkehrswert nicht widerspiegelt. Dies kann nach dem Beschluss des BGH dann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum mit den Aktien der Gesellschaft kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer besonderen Marktengelage der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern, oder der Börsenkurs manipuliert worden ist.

Das Grundkapital der **GSW** ist eingeteilt in 56.676.960 Aktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00. Zum 31. Dezember 2013 hielt die Deutsche Wohnen rd. 92,02% der Aktien und Stimmrechte der GSW. Die restlichen Aktien befinden sich im Streubesitz. Die Aktien der GSW sind im regulierten Markt der Börse Frankfurt (Prime Standard bis zum 27. Mai 2014, danach General Standard) als auch in den Freiverkehrsegmenten der Börsen Berlin (bis zum 31. März 2014 im regulierten Segment), Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart notiert.

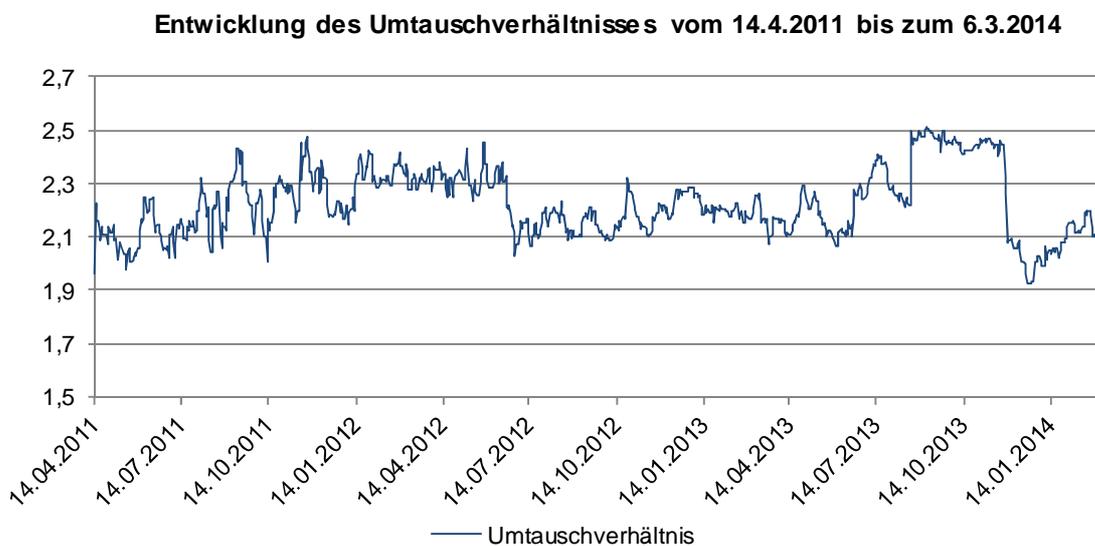
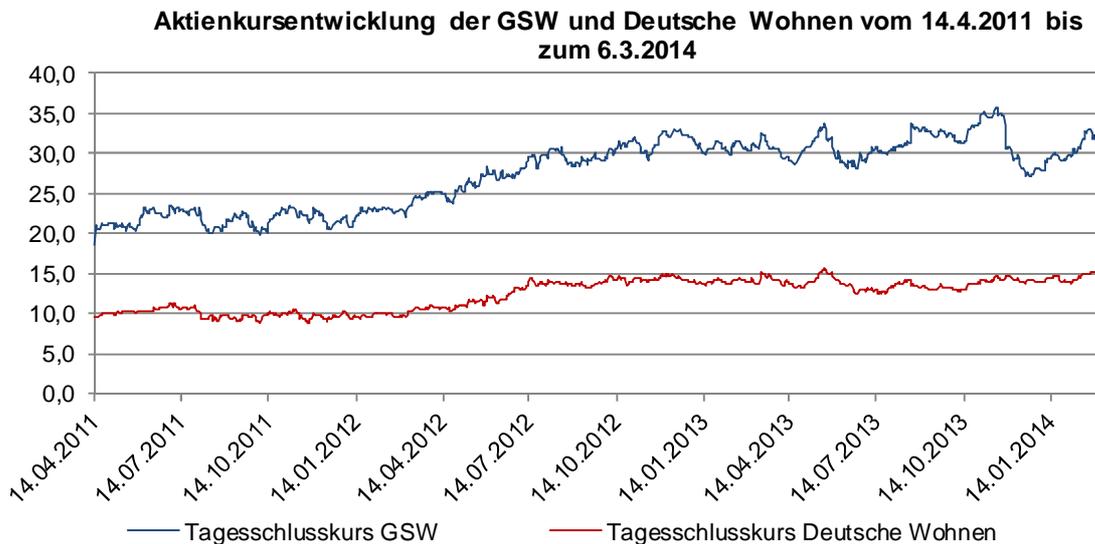
Seit dem 14. April 2011, dem Tag des Börsenganges der GSW, bis einen Tag vor Bekanntgabe des geplanten Abschlusses eines Beherrschungsvertrages am 7. März 2014 wurde die Aktie an 736 Tagen gehandelt. Das Handelsvolumen lag im Betrachtungszeitraum auf einem durchschnittlichen Niveau von 120.142 Aktien pro Handelstag. Der Tagesschlusskurs schwankte vom 14. April 2011 bis zum 6. März 2014 zwischen EUR 18,52 (14. April 2011) und EUR 35,69 (18. November 2013).

Das Grundkapital der **Deutsche Wohnen** ist eingeteilt in 286.216.731 Aktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00. Die Aktien der Deutsche Wohnen sind sowohl im regulierten Markt der Börse Frankfurt (Prime Standard) als auch in den

Freiverkehrssegmenten der Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München und Stuttgart notiert.

Seit dem 14. April 2011 bis einen Tag vor Bekanntgabe des geplanten Abschlusses eines Beherrschungsvertrages am 7. März 2014 wurde die Aktie an 737 Tagen gehandelt. Das Handelsvolumen lag in diesem Zeitraum auf einem durchschnittlichen Niveau von 389.919 Aktien pro Handelstag (bereinigt um den Ausreißer am 18. November 2013: 368.425 pro Handelstag). Der Tagesschlusskurs schwankte vom 14. April 2011 bis zum 6. März 2014 zwischen EUR 8,71 (5. Oktober 2011) und EUR 15,72 (21. Mai 2013).

Die nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung der Börsenkurse der GSW und der Deutsche Wohnen an allen Börsenplätzen seit dem Börsengang der GSW am 14. April 2011 sowie die Entwicklung des Umtauschverhältnisses basierend auf den Börsenkursen:



Quelle: Bloomberg LP

Aus dem am 20. August 2013 bekanntgegebenen Übernahmeangebot ergab sich eine Umtauschrelation in Höhe von 1 : 2,55. Auf Basis der Börsenkurse schwankte die Umtauschrelation zwischen 1 : 1,92 (19. bis 23. Dezember 2013) und 1 : 2,51 (4. September 2013) seit dem Börsengang der GSW bis zum 6. März 2014. Die Börsenkursrelation ist am Tag der Bekanntmachung des Übernahmeangebotes auf 2,50 (Vortag: 2,22) gestiegen. Während der Dauer der Angebotsfrist vom 1. Oktober 2013 bis 30. Oktober 2013 schwankte die Börsenkursrelation zwischen 1 : 2,41 und 1 : 2,47.

## **2.2 Maßgeblicher Referenzzeitraum**

Hinsichtlich der Frage nach dem relevanten Referenzzeitraum hat der BGH mit Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 (z.B. abgedruckt in NZG 2010, 939) – in Abweichung zu seinem Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 (maßgeblich war da-nach der Drei-Monats-Durchschnittskurs abgeleitet über einen Zeitraum von drei Monaten unmittelbar vor der Hauptversammlung) – entschieden, dass der der Abfindung als Untergrenze zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich auf Basis eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln ist.

Sollte jedoch zwischen der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum liegen, besteht die Gefahr, dass die Minderheitsaktionäre von einer positiven Börsenentwicklung ausgeschlossen werden und der mit dem Zeitpunkt der Bekanntgabe ermittelte Börsenwert zugunsten des Hauptaktionärs fixiert wird, ohne dass die angekündigte Maßnahme umgesetzt wird. Dies kann dadurch verhindert werden, dass der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung auf den Beschlusszeitpunkt hochgerechnet wird.

Mit Ad-hoc Mitteilungen gemäß § 15 WpHG vom 7. März 2014 wurde bekanntgegeben, dass die GSW und die Deutsche Wohnen beabsichtigen, einen Beherrschungsvertrag zwischen den beiden Gesellschaften mit der Deutsche Wohnen als herrschendem Unternehmen abzuschließen. Den außenstehenden Aktionären soll ein Angebot auf Erwerb ihrer Aktien gegen Abfindung in Form von neu auszugebenden Aktien der Deutsche Wohnen gemacht und für die Dauer des Vertrages ein Ausgleich gewährt werden.

Aus diesem Grund hat die Bewertungsgutachterin zutreffend den durchschnittlichen Börsenkurs der GSW sowie der Deutsche Wohnen für einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme am 7. März 2014, das heißt vom 6. Dezember 2013 bis zum 6. März 2014 zugrunde gelegt. Eine Hochrechnung ist aufgrund des relativ kurzen Zeitraumes zwischen dem Tag der Bekanntmachung und dem Tag der Hauptversammlung nicht erforderlich.

Der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung am 18. März 2014 berechnete gültige Mindestpreis für den Stichtag 6. März 2014 betrug EUR 29,54 je Stückaktie der GSW und EUR 14,46 je Stückaktie der Deutsche Wohnen. In die Ermittlung des gültigen Mindestpreises gehen nur Geschäfte ein, die im regulierten Markt getätigt wurden.

### 2.3 Relevanz des Börsenkurses

Nach dem zuvor genannten Beschluss des BGH vom 12. März 2001 spiegelt der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie dann nicht wider, wenn über einen längeren Zeitraum mit den Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktmenge der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage gewesen wäre, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder der Börsenkurs manipuliert worden ist.

Bei der Beurteilung der Relevanz des Börsenkurses ist die Frage zu untersuchen, ob ein Aktionär in der Lage gewesen wäre, seine Aktien zum Börsenkurs im Sinne einer freien Desinvestitionsentscheidung zu veräußern. Es ist daher zu untersuchen, ob im vorliegenden Fall eine besondere Marktmenge im Sinne der Entscheidung des BGH vorliegt.

Während des Drei-Monats-Zeitraumes vor Bekanntgabe des geplanten Beherrschungsvertrages am 7. März 2014 wurden die Aktien der **GSW** insgesamt an 59 Handelstagen gehandelt und der Börsenkurs schwankte dabei zwischen EUR 26,75 und EUR 33,38 je Aktie. In diesem Zeitraum wurden insgesamt 2.996.610 Aktien der GSW gehandelt.

Nach Veröffentlichung der geplanten Maßnahmen ist die Aktie der GSW weiterhin rege gehandelt worden. Zwischen dem 7. März 2014 und dem 11. April 2014 wurden insgesamt 953.185 Aktien gehandelt, und der Börsenkurs bewegte sich zwischen EUR 32,70 und EUR 34,49 je Aktie.

Während des Drei-Monats-Zeitraumes vor Bekanntgabe wurden die Aktien der **Deutsche Wohnen** insgesamt an 59 Handelstagen gehandelt und der Börsenkurs schwankte dabei zwischen EUR 13,65 und EUR 15,88 je Aktie. In diesem Zeitraum wurden insgesamt 32.728.183 Aktien der Deutsche Wohnen gehandelt.

Nach Veröffentlichung der geplanten Maßnahmen ist die Aktie der Deutsche Wohnen weiterhin rege gehandelt worden. Zwischen dem 7. März 2014 und dem 11. April 2014 wurden insgesamt 18.309.007 Aktien gehandelt, und der Börsenkurs bewegte sich zwischen EUR 14,72 und EUR 15,88 je Aktie.

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

In Übereinstimmung mit der gesetzgeberischen Wertung in § 5 Abs. 1 und 3 WpÜG-Angebotsverordnung, die auf die Ermittlung einer Abfindung im Rahmen eines Beherrschungsvertrages übertragen werden kann, halten wir den nach Umsätzen gewichteten Durchschnittskurs der Aktien der GSW für maßgeblich.

Der nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung ermittelte Wert der BaFin beträgt EUR 29,54 je Stückaktie der GSW. Wir haben diesen basierend auf den Handelsvolumen und Börsenkursen gemäß Bloomberg LP für den Drei-Monats-Zeitraum geprüft und für die Aktie der GSW ermittelt. Der von uns auf dieser Basis ermittelte gewichtete Durchschnittskurs (nur regulierter Markt) betrug in diesem Zeitraum EUR 29,38 je Stückaktie der GSW. Da die Bewertung der GSW unter Anwendung des Ertragswertverfahrens zu einem über beiden Börsendurchschnittskursen liegenden Wert je Aktie führt, kann es dahin gestellt bleiben, durch welche Berechnungsmethode die Untergrenze zutreffend abgebildet wird.

Neben der Betrachtung des Börsendurchschnittskurses der GSW als Wertuntergrenze haben wir die Relation der BaFin Mindestpreise zwischen den Aktien der GSW und der Deutsche Wohnen betrachtet. Der nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung ermittelte Wert der BaFin beträgt EUR 14,46 je Stückaktie der Deutsche Wohnen. Wir haben diese basierend auf den Handelsvolumen und Börsenkursen gemäß Bloomberg LP für den Drei-Monats-Zeitraum geprüft und für die Aktie der Deutsche Wohnen ermittelt. Der von uns auf dieser Basis ermittelte gewichtete Durchschnittskurs (nur regulierter Markt) betrug in diesem Zeitraum EUR 14,44 je Stückaktie der Deutsche Wohnen. Auf Basis der BaFin Kurse ergibt sich eine Börsenkursrelation in Höhe von 1 : 2,04 und auf Basis unserer eigenen Analysen ergibt sich eine Börsenkursrelation in Höhe von 1 : 2,03. Beide Börsenkursrelationen liegen unterhalb des nach dem Ertragswertverfahren ermittelten rechnerischen Umtauschverhältnisses.

## **2.4 Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung**

Gemäß § 293e Abs. 1 AktG ist im Prüfungsbericht über besondere Schwierigkeiten zu berichten, die bei der Ermittlung der Bewertung der vertragsschließenden Unternehmen aufgetreten sind.

Aufgrund unserer Tätigkeit zur Überprüfung der Angemessenheit von Ausgleich gemäß § 304 AktG und Abfindung gemäß § 305 AktG stellen wir fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne von § 293e Abs. 1 AktG bei der Bewertung der GSW und der Deutsche Wohnen aufgetreten sind.

## **2.5 Abfindung und Ausgleich**

### **a) Abfindung gemäß § 305 AktG**

Bezüglich der Ermittlung der vorgeschlagenen Abfindung gemäß § 305 AktG haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Der aus dem Ertragswert abgeleitete Unternehmenswert der GSW beträgt EUR 1.989,4 Mio. Hieraus ergibt sich ein rechnerischer Wert je GSW Aktie in Höhe von EUR 35,10. Dieser Wert liegt über dem nach Maßgabe der Rechtsprechung des BVerfG heranzuziehenden Börsenkurs von EUR 29,54 je Aktie zum Ende des nach höchstrichterlicher Rechtsprechung für sachgerecht angesehenen Ermittlungszeitraumes mit der Bekanntgabe der aktienrechtlichen Strukturmaßnahme am 7. März 2014.

Der nach Maßgabe der höchstrichterlichen Rechtsprechung heranzuziehende Börsenkurs für einen dreimonatigen Referenzzeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme bildet die Untergrenze der anzubietenden Abfindung. Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der GSW liegt oberhalb des heranzuziehenden Börsenkurses.

Die Abfindung der GSW basiert auf den von der Bewertungsgutachterin nach IDW S 1 ermittelten objektivierten Unternehmenswerten der GSW und der Deutsche Wohnen zum Bewertungsstichtag 18. Juni 2014 in Höhe von EUR 1.989,4 Mio. bzw. EUR 4.392,4 Mio.

Im Rahmen unserer eigenen Bewertung auf Basis der als sachgerecht beurteilten Prämissen der Bewertung haben wir ebenfalls eine Ermittlung der Werte vorgenommen, die diese Werte bestätigen (vgl. Abschnitt C.IV.1.12.).

Das rechnerische Umtauschverhältnis der aus den Ertragswerten abgeleiteten Unternehmenswerte der GSW und der Deutsche Wohnen beträgt 2,29 Aktien der Deutsche Wohnen gegen eine Aktie der GSW. Dieser Wert liegt über dem Umtauschverhältnis, welches sich aus der Heranziehung der durchschnittlichen, gewichteten Börsenkurse im Drei-Monats-Zeitraum vor Bekanntgabe der aktienrechtlichen Strukturmaßnahme der GSW und der Deutsche Wohnen ergibt (2,04 Aktien der Deutsche Wohnen gegen eine Aktie der GSW). Die Deutsche Wohnen und die GSW kommen daher zu dem Ergebnis, dass die heranzuziehenden Börsenkurse als Wertuntergrenze nicht relevant sind.

Entsprechend Abschnitt C.3.1 des finalen Entwurfes des gemeinsamen Vertragsberichtes der Vorstände der GSW und der Deutsche Wohnen ist eine Abfindung in Höhe von 7 Stückaktien der Deutsche Wohnen gegen 3 Stückaktien der GSW auf Basis der Berechnungen der Bewertungsgutachterin vorgesehen.

Der vorliegende finale Entwurf des Beherrschungsvertrages sieht eine Abfindung in Höhe eines Umtauschverhältnisses von 7 Stückaktien der Deutsche Wohnen gegen 3 Stückaktien der GSW vor, somit 2,33 Stückaktien der Deutsche Wohnen je einer Stückaktie der GSW. Das im Beherrschungsvertrag vorgesehene Umtauschverhältnis liegt somit oberhalb des rechnerisch ermittelten Umtauschverhältnisses auf Basis der aus den Ertragswerten abgeleiteten Unternehmenswerte.

Die angebotene Abfindung muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Sofern sich bis dahin wesentliche Grundlagen der Bewertung ändern, wäre eine Anpassung der ermittelten Abfindung erforderlich.

Wir halten die vorgesehene Abfindung in Höhe von 7 Stückaktien der Deutsche Wohnen gegen 3 Stückaktien der GSW für angemessen. Im Ergebnis besteht im Verhältnis zur Bewertungsgutachterin keine divergierende Auffassung zur Höhe der angemessenen Abfindung.

#### **b) Ausgleich gemäß § 304 AktG**

Nach § 304 Abs. 1 S. 2 AktG muss ein Beherrschungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch Garantie eines bestimmten jährlichen Gewinnanteiles (Ausgleich) enthalten. Als Ausgleich ist gemäß § 304 Abs. 2 S. 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrages zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren zukünftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Diese gesetzliche Regelung stellt sicher, dass der außenstehende

Aktionär einen Ausgleich erhält, der wertmäßig der Dividende entspricht, die er ohne den Unternehmensvertrag erhalten würde. Der für den Ausgleich maßgebliche Unternehmenswert ergibt sich nicht aus dem Börsenkurs, sondern ist gemäß § 304 Abs. 2 S. 1 AktG aus dem Ertragswert der Gesellschaft abzuleiten (vgl. OLG Hamburg vom 7. August 2002 – 11 W14/94, AG 2003, S. 583, 585; BGH vom 13. Februar 2006 – II ZR 392/03, AG 2006, S. 331, 332; OLG Stuttgart vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/06, AG 2008, S. 783, 789; OLG Stuttgart vom 18. Dezember 2009 – 20 W 2/08, AG 2010, S. 513; OLG Stuttgart vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11, NZG 2011, S. 1.346).

Die Ertragsentwicklung eines Unternehmens ist im Zeitablauf regelmäßig wechselhaft. Sie findet ihre adäquate Darstellung im prognoseorientierten Ertragswert. Dieser repräsentiert unter Berücksichtigung von Zins- und Steuerwirkungen die Zahlungen zwischen Unternehmen und Unternehmenseigentümern. Bei Unternehmen mit positiven Jahresergebnissen sind dies die erwarteten Dividendenzahlungen an die Gesellschafter. Im Interesse der Verstetigung des jährlichen Ausgleiches bezieht der Gesetzgeber die Zahlungspflicht nicht auf den jährlich unterschiedlich erwarteten Gewinn, sondern fordert jenen Betrag, der voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Der Durchschnittsbetrag soll demnach Erfolgsschwankungen in die Berechnungen einbeziehen, jedoch diese Schwankungen über einen einheitlichen Durchschnittsbetrag glätten.

Der feste Ausgleich wurde durch Verrentung des nach dem Ertragswertverfahren abgeleiteten Unternehmenswertes der GSW ermittelt. Hinsichtlich der gemäß § 304 Abs. 2 S. 1 AktG vorgesehenen Bemessung des Ausgleiches „ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen“ ist zu berücksichtigen, dass die bei der Ertragswertberechnung angenommenen Theaurierungen den Unternehmenswert als Ausgangsbasis der Verrentung nicht mindern und dementsprechend auch keine Reduzierung des Ausgleiches zur Folge haben.

Mit Beschluss vom 21. Juli 2003 (AktZ. II ZB 17/01, BB 2003, S. 2.084 f., „Ytong“) hat der BGH entschieden, dass den außenstehenden Aktionären als (fester) Ausgleich der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinnanteil je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-) Körperschaftsteuer in Höhe des jeweiligen Steuertarifs zuzusichern ist. Im Einzelnen wird in dem Beschluss ausgeführt, dass als erwirtschafteter Gewinn der Gewinn vor Körperschaftsteuer anzusehen ist, von dem die Körperschaftsteuerbelastung in der jeweils gesetzlich vorgegebenen Höhe abzusetzen ist. Ferner hat nach Auffassung des BGH die Verrentung des Unternehmenswertes mit dem vollen risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz zu erfolgen. Das gesondert bewertete Vermögen – insbesondere ggf. vorhandenes nicht betriebsnotwendiges Vermögen – soll bei der Bestimmung des Ausgleiches nicht berücksichtigt werden.

Nach unserer Auffassung sind Teile dieses Beschlusses über den entschiedenen Einzelfall hinaus, für den das bis zum 31. Dezember 2000 gültige Anrechnungsverfahren der Körperschaftsteuer auf die Einkommensteuer maßgeblich war, nicht anwendbar. Die (üblicherweise wechselhaften) künftigen Erträge der GSW finden ihre konzentrierte Darstellung im Unternehmenswert der Gesellschaft, der unter Berücksichtigung des zeitlichen Anfalls sowie unter Einbezug von Sonderwerten und nicht betriebsnotwendigen Vermögen die Zahlungen zwischen Unternehmen und Anteilseignern repräsentiert. Insbesondere scheint es – abweichend von der vorstehend wiedergegebenen, vom BGH skizzierten Vorgehensweise – nicht angemessen, dass durch die Nicht-Einbeziehung des nichtbetriebsnotwendigen Vermögens dem Aktionär dauerhaft Vermögensbestandteile vorenthalten werden. Zur Ermittlung des vom Gesetzgeber geforderten festen Ausgleiches wurde daher der jährliche Ausgleich durch eine Verrentung des Unternehmenswertes der GSW zum 18. Juni 2014 ermittelt. Bei dieser Vorgehensweise ist sichergestellt, dass auch der Sonderwert bei der Bestimmung des Ausgleiches erfasst wird.

Im o.g. Beschluss des BGH wird weiter nicht berücksichtigt, dass der Ausgleich – zumindest während der Laufzeit des Vertrages – quasi sicher ist, so dass eine Verrentung mit dem vollen risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz (vor persönlichen Ertragsteuern) nicht sachgerecht ist. Im Falle eines Beherrschungsvertrages besteht zwar regelmäßig das Risiko der Beendigung des Vertrages durch das herrschende Unternehmen und einer Illiquidität des herrschenden Unternehmens; insofern ist der zukünftige Ausgleich nicht vollständig frei von Risiken. Weiter besteht das Risiko, dass das Unternehmen während der Laufzeit des Vertrages in der Ertragskraft gemindert wird und der Aktionär nach Beendigung des Vertrages an einem im Wert verminderten Unternehmen beteiligt ist.

Die mit dem Ausgleich verbundene Vermögensposition der außenstehenden Aktionäre ist somit weder risikolos noch mit dem Risiko der direkten Beteiligung am Unternehmen (mit unsicheren Dividendenzahlungen und Wertsteigerungen) zu vergleichen. Daher ist weder eine Verrentung mit dem risikolosen Basiszinssatz noch eine Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz sachgerecht. Da im Vorhinein nicht bekannt ist, ob und wann es ggf. zu einer Wertminderung oder Beendigung des Unternehmensvertrages kommt, lässt sich das im Verrentungszinssatz zu berücksichtigende Risiko nicht analytisch exakt bestimmen.

Zur Abdeckung der verbleibenden Risikoposition hat die Bewertungsgutachterin einen risikoadjustierten Zinssatz verwendet, indem sie den Basiszins in Höhe von 2,50% um den halben für die GSW ermittelten Risikozuschlag in Höhe von 1,48% erhöht hat. Der angewandte Verrentungszinssatz beträgt demnach 3,98%. Das Abstellen auf einen Basiszins vor persönlicher Einkommensteuer ist sachgerecht, da zur Ermittlung des vertraglichen Ausgleiches, die eine Größe vor persönlichen Ertragsteuern darstellt, die Parameter vor persönlichen Ertragsteuern angesetzt werden müssen.

Wie im finalen Entwurf des gemeinsamen Vertragsberichtes erläutert, wird der Ausgleich durch Verzinsung des Unternehmenswertes von EUR 1.989,4 Mio. bzw. Wert je Aktie von EUR 35,10 ermittelt.

Die Ermittlung des angemessenen jährlichen Ausgleiches ergibt sich ausgehend vom Unternehmenswert aus folgender Übersicht:

<b>Ausgleich pro Aktie</b>	
Unternehmenswert (in EUR Mio.)	<b>1.989,4</b>
Verrentungszinssatz (vor ESt)	3,98%
<b>Ausgleich auf alle Aktien (in EUR Mio.)</b>	<b>79,22</b>
Anzahl der Aktien (in 1.000)	56.677
<b>Nettoausgleich pro Aktie (in EUR)</b>	<b>1,40</b>
Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag (15,825%)	0,26
<b>Bruttoausgleich pro Aktie (in EUR)</b>	<b>1,66</b>

Bei einem Basiszinssatz in Höhe von 2,75% würde sich der Ausgleich aufgrund des geringeren Unternehmenswertes reduzieren:

<b>Ausgleich pro Aktie bei einem Basiszinssatz von 2,75%</b>	
Unternehmenswert (in EUR Mio.)	<b>1.808,3</b>
Verrentungszinssatz (vor ESt)	4,28%
<b>Ausgleich auf alle Aktien (in EUR Mio.)</b>	<b>77,37</b>
Anzahl der Aktien (in 1.000)	56.677
<b>Nettoausgleich pro Aktie (in EUR)</b>	<b>1,37</b>
Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag (15,825%)	0,26
<b>Bruttoausgleich pro Aktie (in EUR)</b>	<b>1,63</b>

Auf dieser Grundlage garantiert die Deutsche Wohnen nach § 4 Abs. 2 des finalen Entwurfes des Beherrschungsvertrages, den außenstehenden Aktionären der GSW als Ausgleich in Form einer Garantiedividende für die Dauer des Beherrschungsvertrages einen Bruttoausgleich von EUR 1,66 je Aktie für jedes volle Geschäftsjahr abzüglich Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Satz.

Unter Berücksichtigung der steuerlichen Verhältnisse zum Zeitpunkt des geplanten Vertragsabschlusses wird hieraus ein Nettoausgleich von EUR 1,40 je GSW Aktie für jedes volle Geschäftsjahr ermittelt.

Die Ableitung eines durchschnittlichen, festen künftigen Gewinns bei tatsächlich schwankenden Gewinnerwartungen erfolgt finanzmathematisch korrekt durch Verrentung des Barwertes der periodenspezifisch schwankenden Ertragsüberschüsse. Wir erachten diese Art der Durchschnittsbildung für angemessen. Die von der Bewertungsgutachterin vorgenommene Einbeziehung der Sonderwerte in die Berechnung des Ausgleiches halten wir unter dem ökonomischen Gesichtspunkt, dass dem Ausgleichsberechtigten auch Anteile an diesem Teil des Betriebsvermögens zustehen, für sachgerecht.

Im Ergebnis stellen wir fest, dass der vertraglich vorgesehene Nettoausgleich von EUR 1,40 je GSW Aktie vor persönlicher Einkommensteuer angemessen ist. Soweit die für ein Geschäftsjahr durch die GSW gezahlte Dividende (einschließlich eventueller Abschlagszahlungen) je Stückaktie der GSW hinter dem Nettoausgleich zurückbleibt, wird die Deutsche Wohnen jedem außenstehenden Aktionär der GSW den entsprechenden Differenzbetrag je Stückaktie zahlen.

**D. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit des vorgeschlagenen Ausgleiches und der vorgeschlagenen Abfindung**

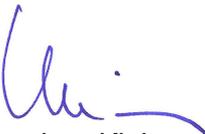
Als gerichtlich bestellte Prüferin haben wir die Angemessenheit des vorgeschlagenen Ausgleiches gemäß § 304 AktG und der vorgeschlagenen Abfindung gemäß § 305 AktG auf Basis des finalen Entwurfes des Beherrschungsvertrages (§ 291 AktG) zwischen der Deutsche Wohnen AG, Frankfurt am Main, als herrschender Gesellschaft und der GSW Immobilien AG, Berlin, als beherrschter Gesellschaft vom 24. April 2014 geprüft.

Wir geben nach 293e AktG folgende Erklärung ab:

„Nach unseren Feststellungen sind aus den dargelegten Gründen der vorgeschlagene jährliche Nettoausgleich in Höhe von EUR 1,40 (Bruttoausgleich: EUR 1,66 vor Abzug aktueller Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) je Stückaktie der GSW Immobilien AG, Berlin, und die vorgeschlagene Abfindung, nach der den außenstehenden Aktionären der GSW Immobilien AG, Berlin, 7 neue Stückaktien der Deutsche Wohnen AG, Frankfurt am Main, je 3 Stückaktien der GSW Immobilien AG, Berlin, angeboten werden, angemessen“.

Düsseldorf, den 25. April 2014

MAZARS GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Stephan Kleinmann  
Wirtschaftsprüfer



Susann Ihlau  
Wirtschaftsprüferin





# Landgericht Berlin

## Beschluss

Geschäftsnummer: 102 AR 10/14 AktG

In dem Verfahren

**nach § 293 Abs. 1 Satz 1 und 2 AktG**

betreffend die

GSW Immobilien AG,  
geschäftsansässig Charlottenstraße 4, 10969 Berlin,

wird auf den Antrag der

Deutsche Wohnen AG,  
geschäftsansässig Mecklenburgische Straße 57, 14197 Berlin,

Hauptaktionärin,

und der

GSW Immobilien AG,  
Charlottenstraße 4, 10969 Berlin,

die

Mazars GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft,  
Bennigsen-Platz 1, 40474 Düsseldorf,

zur gemeinsamen Vertragsprüferin hinsichtlich der Angemessenheit von Ausgleich (§ 304 AktG) und Abfindung (§ 305 AktG) in dem Beherrschungsvertrag bestellt, welchen die Antragstellerinnen abzuschließen beabsichtigen.

Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft erfüllt nach der dem Gericht gegenüber abgegebenen Erklärung vom 17. März 2014 die Bedingungen des § 293 d Abs. 1 AktG und ist insbesondere nicht nach § 319 Abs. 2 und 3 HGB von der Prüfertätigkeit ausgeschlossen.

Für die Erstellung des Prüfberichts ist insbesondere Folgendes zu beachten:

- a) Der Prüfbericht soll zu den wesentlichen Fragestellungen eigene Feststellungen enthalten.

Sofern eine Parallelprüfung stattfindet ist darzustellen, in welchen Punkten divergierende

Auffassungen der sachverständigen Prüferin zu denen der Ersteller des Berichtes der Hauptaktionärin bestanden. Sofern das von der Hauptaktionärin etwa beauftragte Wirtschaftsprüfungsunternehmen sich nicht der Auffassung der sachverständigen Prüferin angeschlossen hat, ist auszuführen, weshalb die Auffassung der sachverständigen Prüferin vorzugswürdig ist.

- b) Aufzuführen ist weiter, aus welchen Quellen die sachverständige Prüferin die für die Bemessung des Ertragswerts benutzten Parameter (Basiszins, Wachstumsabschlag, Überrenditen, Beta-Faktor, gegebenenfalls Zusammensetzung einer „Peer-Group“) abgeleitet hat.
- c) Sofern Vergangenheitsergebnisse um bestimmte außergewöhnliche Aufwendungen und Erträge bereinigt werden, sind diese explizit aufzuführen und es ist zu begründen, warum dies geschehen ist. Außerdem ist darzustellen, aus welchen Quellen die der Bewertung zugrunde gelegten Unternehmensplanungen übernommen wurden.

Der sachverständigen Prüferin wird aufgegeben, ein Exemplar ihres Prüfberichtes für das Gericht zu den Akten zu reichen. Sofern sie sich bei der Berechnung des Unternehmenswertes eines Rechenprogramms bedient hat, ist die Datei dem Prüfbericht auf einem gebräuchlichen Datenträger (CD-ROM oder USB-Stick) beizufügen.

Ansprüche, die auf Gebühren- und/oder Auslagenerstattung gegen das Land Berlin gerichtet sind, kann die Prüferin aus der Bestellung nicht herleiten.

Die Antragstellerinnen haben die Kosten dieses Bestellungsverfahrens nach einem Verfahrenswert von 20.000,00 € zu tragen.

Rechtsmittelbelehrung:

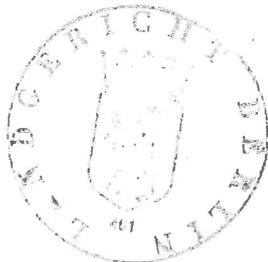
Gegen diesen Beschluss ist das Rechtsmittel der Beschwerde gemäß § 63 FamFG gegeben. Diese ist binnen eines Monats nach schriftlicher Bekanntgabe (Zustellung) der Entscheidung bei dem Landgericht Berlin einzulegen.

Landgericht Berlin,  
Kammer für Handelssachen 102  
18. März 2014

P a d e  
Vorsitzender Richter am Landgericht

Ausgefertigt  
Berlin, 19.03.2014

Gonsior  
Justizbeschäftigte



## **Beherrschungsvertrag**

zwischen

der **Deutsche Wohnen AG**, Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 42388

– nachfolgend „**Deutsche Wohnen**“ genannt –

und

der **GSW Immobilien AG**, Berlin, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg unter HRB 125788

– nachfolgend „**GSW**“ genannt –

## **§ 1 Leitung und Weisung**

- (1) Die GSW unterstellt die Leitung ihrer Gesellschaft der Deutsche Wohnen. Die Deutsche Wohnen ist demgemäß berechtigt, dem Vorstand der GSW hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft sowohl allgemeine als auch auf Einzelfälle bezogene Weisungen zu erteilen. Die Deutsche Wohnen wird ihr Weisungsrecht durch ihren Vorstand oder – soweit dies gesetzlich zulässig ist – durch von dem Vorstand unter Angabe von Umfang und Zeitdauer ihrer Weisungsbefugnis ausdrücklich Bevollmächtigte ausüben.
- (2) Eine Weisung, diesen Vertrag aufrechtzuerhalten, zu ändern oder zu beenden, darf nicht erteilt werden. Weisungen bedürfen der Textform (§ 126 b BGB). In eilbedürftigen Fällen können Weisungen auch mündlich erteilt werden; sie sind von der Deutsche Wohnen unverzüglich in Textform (§ 126 b BGB) zu bestätigen.
- (3) Der Vorstand der GSW ist verpflichtet, den Weisungen der Deutsche Wohnen Folge zu leisten.

## **§ 2 Auskunftsrecht**

Die Deutsche Wohnen ist jederzeit berechtigt, Bücher und Schriften der GSW einzusehen. Der Vorstand der GSW ist verpflichtet, der Deutsche Wohnen jederzeit alle gewünschten Auskünfte über sämtliche Angelegenheiten der GSW zu geben. Unbeschadet der vorstehend vereinbarten Rechte ist die GSW verpflichtet, der Deutsche Wohnen laufend über die geschäftliche Entwicklung zu berichten, insbesondere über wesentliche Geschäftsvorfälle.

## **§ 3 Verlustübernahme**

- (1) Es wird eine Verlustübernahme gemäß den Vorschriften des § 302 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung durch die Deutsche Wohnen vereinbart.
- (2) Die Verpflichtung zur Verlustübernahme besteht erstmals für das gesamte Geschäftsjahr, in dem dieser Vertrag gemäß § 6(2) wirksam wird.
- (3) Die Deutsche Wohnen ist im Falle einer unterjährigen Beendigung dieses Vertrages, insbesondere im Falle einer Kündigung aus wichtigem Grund, zur Übernahme eines Jahresfehlbetrags der GSW zeitanteilig verpflichtet wie er sich aus einer auf den Tag der Beendigung zu erstellenden Stichtagsbilanz ergibt.

## **§ 4 Ausgleich**

- (1) Die Deutsche Wohnen garantiert den außenstehenden Aktionären der GSW für die Dauer dieses Vertrags die Leistung einer jährlichen festen Ausgleichszahlung in Form

einer Garantiedividende („**Garantiedividende**“), erstmals für das Geschäftsjahr, in dem der Vertrag gemäß § 6(2) wirksam wird. Endet er während des laufenden Geschäftsjahres der GSW oder bildet die GSW während des Zeitraums, für den die Verpflichtung zur Verlustübernahme gemäß § 3(1) dieses Vertrags gilt, ein Rumpfgeschäftsjahr, vermindert sich die Garantiedividende zeitanteilig. Soweit die für ein Geschäftsjahr von der GSW gezahlte Dividende (einschließlich eventueller Abschlagszahlungen) je Stückaktie der GSW hinter der Garantiedividende zurückbleibt, wird die Deutsche Wohnen jedem außenstehenden Aktionär der GSW den entsprechenden Differenzbetrag je Stückaktie zahlen. Die Fälligkeit der eventuell erforderlichen Zahlung des Differenzbetrags richtet sich nach den gesetzlichen Bestimmungen.

- (2) Die Garantiedividende entspricht pro Geschäftsjahr der GSW für jede auf den Inhaber lautende Aktie der GSW mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils EUR 1,00 einem Betrag von brutto EUR 1,66 („**Bruttoausgleichsbetrag**“) abzüglich des Betrages etwaiger Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz („**Nettoausgleichsbetrag**“). Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags gelangen auf den Bruttoausgleichsbetrag 15 % Körperschaftsteuer zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag, das sind EUR 0,26 je Stückaktie der GSW, zum Abzug. Daraus ergibt sich nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags eine Garantiedividende in Höhe von EUR 1,40 je Stückaktie der GSW für ein volles Geschäftsjahr der GSW. Klarstellend wird vereinbart, dass von dem Nettoausgleichsbetrag, soweit gesetzlich vorgeschrieben, die gegebenenfalls anfallenden Quellensteuern (wie etwa Kapitalertragsteuer) einbehalten werden.
- (3) Für den Fall von Kapitalmaßnahmen der Deutsche Wohnen oder der GSW erfolgt eine Anpassung der Garantiedividende, soweit diese gesetzlich geboten ist.
- (4) Falls ein Verfahren nach § 1 Nr. 1 SpruchG eingeleitet wird und das Gericht rechtskräftig eine höhere Garantiedividende, als in diesem Vertrag vereinbart, festsetzt, können die außenstehenden Aktionäre, auch wenn sie inzwischen nach § 5 abgefunden wurden, eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Leistungen aufgrund der Garantiedividende verlangen. Ebenso werden alle übrigen außenstehenden Aktionäre gleichgestellt, wenn sich die Deutsche Wohnen gegenüber einem Aktionär der GSW in einem Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Verfahrens nach § 1 Nr. 1 SpruchG zu einer höheren Garantiedividende verpflichtet.

## **§ 5 Abfindung**

- (1) Die Deutsche Wohnen verpflichtet sich, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der GSW dessen Aktien gegen Gewährung von auf den Inhaber lautenden Stückaktien der Deutsche Wohnen mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils EUR 1,00 im Umtauschverhältnis 7 Stückaktien der Deutsche Wohnen

gegen 3 Stückaktien der GSW zu erwerben („**Umtauschverhältnis**“). Der Umtausch erfolgt unter Einschluss der noch nicht zur Bedienung aufgerufenen Gewinnanteils- und Erneuerungsscheine. Für den Fall, dass Aktionäre der GSW ihre GSW-Aktien vor Bezug einer Dividende und/oder Leistung aufgrund der Garantiedividende auf ihre GSW-Aktien für das Geschäftsjahr 2014 bzw. für nachfolgende Geschäftsjahre in Aktien der Deutsche Wohnen tauschen, so werden ihnen – soweit rechtlich und tatsächlich möglich – jeweils Aktien der Deutsche Wohnen gewährt, die von dem Beginn des letzten abgelaufenen Geschäftsjahrs vor ihrer Entstehung am Gewinn teilnehmen. Für den Fall, dass Aktionäre der GSW ihre GSW-Aktien nach Bezug einer Dividende und/oder Leistung aufgrund der Garantiedividende auf ihre GSW-Aktien für das Geschäftsjahr 2014 bzw. für nachfolgende Geschäftsjahre in Aktien der Deutsche Wohnen tauschen oder soweit eine Gewährung von Aktien mit einer Gewinnberechtigung entsprechend dem vorangegangenen Satz rechtlich oder tatsächlich nicht möglich ist, so werden ihnen jeweils Aktien der Deutsche Wohnen gewährt, die von dem Beginn des Geschäftsjahrs an, in dem sie entstehen, am Gewinn teilnehmen.

- (2) Für Teilrechte auf Aktien der Deutsche Wohnen („**Aktienteilrechte**“) erfolgt ein Barausgleich. Für Zwecke des Barausgleichs werden zunächst für sämtliche Aktien, die an einem Liefertermin ausgegeben werden, auf einzelne Aktionäre entfallende Aktienteilrechte zu vollen Aktienrechten zusammengelegt und die daraus bezogenen Aktien der Deutsche Wohnen durch die Abwicklungsstelle börslich veräußert; die Inhaber von Aktienteilrechten erhalten einen Barausgleich in Höhe des ihrem Aktienteilrecht entsprechenden Anteils an dem jeweiligen Veräußerungserlös. Soweit nach Zusammenlegung von Aktienteilrechten weiterhin Aktienteilrechte bestehen, erfolgt ein Barausgleich in Höhe des anteiligen Schlusskurses der Aktie der Deutsche Wohnen im Xetra-Handel (oder einem entsprechenden Nachfolgesystem) in Frankfurt am Main zwei Tage vor der jeweiligen Gutschrift des Barausgleichs durch die Abwicklungsstelle.
- (3) Die Verpflichtung der Deutsche Wohnen zum Erwerb der Aktien ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens dieses Vertrages im Handelsregister des Sitzes der GSW nach § 10 HGB als bekannt gemacht gilt. Zur Wahrung der Frist genügt der rechtzeitige Zugang der schriftlichen Annahmeerklärung bei der Deutsche Wohnen. Die Rechte der außenstehenden Aktionäre nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG bleiben unberührt.
- (4) Für den Fall der Durchführung von Kapitalmaßnahmen durch die Deutsche Wohnen oder die GSW bis zum Ablauf der in § 5(3) genannten Frist erfolgt eine Anpassung des Umtauschverhältnisses, soweit diese gesetzlich geboten ist.
- (5) Falls ein Verfahren nach § 1 Nr. 1 SpruchG eingeleitet wird und das Gericht eine höhere Abfindung festsetzt, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der bereits gewährten Abfindung verlangen. Ebenso werden

alle übrigen außenstehenden Aktionäre der GSW gleichgestellt, wenn sich die Deutsche Wohnen gegenüber einem Aktionär der GSW in einem Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Verfahrens nach § 1 Nr. 1 SpruchG zu einer höheren Abfindung durch Anpassung des Umtauschverhältnisses oder in Form einer baren Zuzahlung verpflichtet.

- (6) Die Übertragung der Aktien der GSW im Umtausch gegen die hierfür zu gewährenden Aktien der Deutsche Wohnen ist für die außenstehenden Aktionäre der GSW kostenfrei, soweit sie über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen.

### **§ 6 Wirksamkeit**

- (1) Dieser Vertrag bedarf der Zustimmung der Hauptversammlungen der GSW und der Deutsche Wohnen.
- (2) Der Vertrag wird mit der Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der GSW wirksam und gilt – mit Ausnahme des Leitungs- und Weisungsrechts nach § 1 – rückwirkend ab Beginn des Geschäftsjahrs der GSW, in dem er durch Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der GSW wirksam wird.

### **§ 7 Vertragsdauer, Kündigung**

- (1) Dieser Vertrag ist auf unbestimmte Zeit geschlossen. Der Vertrag kann ordentlich unter Einhaltung einer Frist von drei Monaten zum Ende eines jeden Geschäftsjahrs der GSW gekündigt werden. Die Kündigungserklärung bedarf der Schriftform.
- (2) Das Recht zur fristlosen Kündigung aus wichtigem Grund bleibt unberührt. Als wichtige Gründe gelten insbesondere
  - a) ein Vorgang, der zur Folge hat, dass der Deutsche Wohnen nicht mehr direkt die Mehrheit der Stimmrechte aus den Aktien der GSW zusteht oder sie sich vertraglich verpflichtet hat, Aktien der GSW auf einen Dritten zu übertragen, so dass ihr mit dem bevorstehenden, ggf. noch von externen Bedingungen abhängenden Vollzug des Vertrags die Mehrheit der Stimmrechte aus den Aktien der GSW nicht mehr direkt zusteht;
  - b) das Zustandekommen eines kombinierten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags oder eines isolierten Gewinnabführungsvertrags zwischen den Vertragsparteien oder zwischen der GSW und einem von der Deutsche Wohnen abhängigen Unternehmen (außer der GSW und von der GSW abhängige Unternehmen);
  - c) eine Änderung steuerrechtlicher Normen oder der Rechtsprechung, sofern das

Bestehen oder Nichtbestehen eines Organschaftsverhältnisses zwischen beiden Vertragsparteien hiervon betroffen ist; oder

- d) die Umwandlung der GSW oder der Deutsche Wohnen, insbesondere durch Spaltung, Verschmelzung oder Formwechsel.
- (3) Bei einer fristlosen Kündigung aus wichtigem Grund endet dieser Vertrag mit dem Ablauf des in der Kündigung genannten Tages, frühestens jedoch mit Ablauf des Tages, an dem die Kündigung zugeht.
  - (4) Endet der Vertrag, so hat die Deutsche Wohnen den Gläubigern der GSW nach Maßgabe des § 303 AktG Sicherheit zu leisten.

### **§ 8 Schlussbestimmungen**

- (1) Änderungen und Ergänzungen dieses Vertrages bedürfen zur Wirksamkeit der Schriftform. Dies gilt insbesondere auch für diese Schriftformklausel. Im Übrigen gilt § 295 AktG.
- (2) Sollte eine Bestimmung dieses Vertrages unwirksam oder undurchführbar sein oder werden oder sollte der Vertrag eine Lücke enthalten, wird hierdurch die Gültigkeit der übrigen Bestimmungen des Vertrages nicht berührt. Anstelle der unwirksamen oder undurchführbaren Bestimmung treffen die Parteien eine angemessene Regelung, die, soweit rechtlich möglich, dem am nächsten kommt, was die Vertragsparteien gewollt haben oder nach Sinn und Zweck des Vertrages gewollt haben würden. Die Parteien erklären ausdrücklich, dass diese Vereinbarung mit Vereinbarungen, die in der Vergangenheit zwischen den Parteien geschlossen wurden, oder mit solchen, die die Parteien in Zukunft möglicherweise schließen werden, keine rechtliche Einheit (§ 139 BGB) bilden soll.
- (3) Erfüllungsort für die beiderseitigen Verpflichtungen und ausschließlicher Gerichtsstand ist Berlin.

Berlin, den \_\_\_\_ April 2014

**Deutsche Wohnen AG**

Für den Vorstand

---

Michael Zahn

(Vorstandsvorsitzender)

Lars Wittan

(Vorstand)

**GSW Immobilien AG**

Für den Vorstand

---

Michael Zahn

(Vorstandsvorsitzender)

Andreas Segal

(Vorstand)

# Allgemeine Auftragsbedingungen

## für

### Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2002

#### 1. Geltungsbereich

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

(2) Werden im Einzelfall ausnahmsweise vertragliche Beziehungen auch zwischen dem Wirtschaftsprüfer und anderen Personen als dem Auftraggeber begründet, so gelten auch gegenüber solchen Dritten die Bestimmungen der nachstehenden Nr. 9.

#### 2. Umfang und Ausführung des Auftrages

(1) Gegenstand des Auftrages ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrages sachverständiger Personen zu bedienen.

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

(3) Der Auftrag erstreckt sich, soweit er nicht darauf gerichtet ist, nicht auf die Prüfung der Frage, ob die Vorschriften des Steuerrechts oder Sondervorschriften, wie z. B. die Vorschriften des Preis-, Wettbewerbsbeschränkungs- und Bewirtschaftungsrechts beachtet sind; das gleiche gilt für die Feststellung, ob Subventionen, Zulagen oder sonstige Vergünstigungen in Anspruch genommen werden können. Die Ausführung eines Auftrages umfasst nur dann Prüfungshandlungen, die gezielt auf die Aufdeckung von Buchfälschungen und sonstigen Unregelmäßigkeiten gerichtet sind, wenn sich bei der Durchführung von Prüfungen dazu ein Anlass ergibt oder dies ausdrücklich schriftlich vereinbart ist.

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

#### 3. Aufklärungspflicht des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, daß dem Wirtschaftsprüfer auch ohne dessen besondere Aufforderung alle für die Ausführung des Auftrages notwendigen Unterlagen rechtzeitig vorgelegt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrages von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden.

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

#### 4. Sicherung der Unabhängigkeit

Der Auftraggeber steht dafür ein, daß alles unterlassen wird, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährden könnte. Dies gilt insbesondere für Angebote auf Anstellung und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

#### 5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Hat der Wirtschaftsprüfer die Ergebnisse seiner Tätigkeit schriftlich darzustellen, so ist nur die schriftliche Darstellung maßgebend. Bei Prüfungsaufträgen wird der Bericht, soweit nichts anderes vereinbart ist, schriftlich erstattet. Mündliche Erklärungen und Auskünfte von Mitarbeitern des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrages sind stets unverbindlich.

#### 6. Schutz des geistigen Eigentums des Wirtschaftsprüfers

Der Auftraggeber steht dafür ein, daß die im Rahmen des Auftrages vom Wirtschaftsprüfer gefertigten Gutachten, Organisationspläne, Entwürfe, Zeichnungen, Aufstellungen und Berechnungen, insbesondere Massen- und Kostenberechnungen, nur für seine eigenen Zwecke verwendet werden.

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

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Berichte, Gutachten und dgl.) an einen Dritten bedarf der schriftlichen Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, soweit sich nicht bereits aus dem Auftragsinhalt die Einwilligung zur Weitergabe an einen bestimmten Dritten ergibt.

Gegenüber einem Dritten haftet der Wirtschaftsprüfer (im Rahmen von Nr. 9) nur, wenn die Voraussetzungen des Satzes 1 gegeben sind.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers zu Werbezwecken ist unzulässig; ein Verstoß berechtigt den Wirtschaftsprüfer zur fristlosen Kündigung aller noch nicht durchgeführten Aufträge des Auftraggebers.

#### 8. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlägen der Nacherfüllung kann er auch Herabsetzung der Vergütung oder Rückgängigmachung des Vertrages verlangen; ist der Auftrag von einem Kaufmann im Rahmen seines Handelsgewerbes, einer juristischen Person des öffentlichen Rechts oder von einem öffentlich-rechtlichen Sondervermögen erteilt worden, so kann der Auftraggeber die Rückgängigmachung des Vertrages nur verlangen, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens 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 schriftlich geltend gemacht werden. Ansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

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

#### 9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Prüfungen gilt die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Haftung bei Fahrlässigkeit, Einzelner Schadensfall

Falls weder Abs. 1 eingreift noch eine Regelung im Einzelfall besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gem. § 54 a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt; dies gilt auch dann, wenn eine Haftung gegenüber einer anderen Person als dem Auftraggeber begründet sein sollte. Ein einzelner Schadensfall ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfaßt sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtem 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.

(3) Ausschußfristen

Ein Schadensersatzanspruch kann nur innerhalb einer Ausschußfrist von einem Jahr geltend gemacht werden, nachdem der Anspruchsberechtigte von dem Schaden und von dem anspruchsbegründenden Ereignis Kenntnis erlangt hat, spätestens aber innerhalb von 5 Jahren nach dem anspruchsbegründenden Ereignis. Der Anspruch erlischt, wenn nicht innerhalb einer Frist von sechs Monaten seit der schriftlichen Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde.

Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt. Die Sätze 1 bis 3 gelten auch bei gesetzlich vorgeschriebenen Prüfungen mit gesetzlicher Haftungsbeschränkung.

## 10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Eine nachträgliche Änderung oder Kürzung des durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschlusses oder Lageberichts bedarf, auch wenn eine Veröffentlichung nicht stattfindet, der schriftlichen Einwilligung des Wirtschaftsprüfers. 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 Falle 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 d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

(5) 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 Auftrages. 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 und
- c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlung, Verschmelzung, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen.

(6) 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 Vorsteuerabzuges wird nicht übernommen.

## 12. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze verpflichtet, über alle Tatsachen, die ihm im Zusammenhang mit seiner Tätigkeit für den Auftraggeber bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, gleichviel, ob es sich dabei um den Auftraggeber selbst oder dessen Geschäftsverbindungen handelt, es sei denn, daß der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer darf Berichte, Gutachten und sonstige schriftliche Äußerungen über die Ergebnisse seiner Tätigkeit Dritten nur mit Einwilligung des Auftraggebers aushändigen.

(3) Der Wirtschaftsprüfer ist befugt, ihm anvertraute personenbezogene Daten im Rahmen der Zweckbestimmung des Auftraggebers zu verarbeiten oder durch Dritte verarbeiten zu lassen.

## 13. Annahmeverzug und unterlassene Mitwirkung des Auftraggebers

Kommt der Auftraggeber mit der Annahme der vom Wirtschaftsprüfer angebotenen Leistung in Verzug oder unterläßt der Auftraggeber eine ihm nach Nr. 3 oder sonstwie obliegende Mitwirkung, so ist der Wirtschaftsprüfer zur fristlosen Kündigung des Vertrages berechtigt. Unberührt bleibt der Anspruch des Wirtschaftsprüfers auf Ersatz der ihm durch den Verzug oder die unterlassene Mitwirkung des Auftraggebers entstandenen Mehraufwendungen sowie des verursachten Schadens, und zwar auch dann, wenn der Wirtschaftsprüfer von dem Kündigungsrecht keinen Gebrauch macht.

## 14. 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) Eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz ist nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

## 15. Aufbewahrung und Herausgabe von Unterlagen

(1) Der Wirtschaftsprüfer bewahrt die im Zusammenhang mit der Erledigung eines Auftrages ihm übergebenen und von ihm selbst angefertigten Unterlagen sowie den über den Auftrag geführten Schriftwechsel zehn Jahre auf.

(2) Nach Befriedigung seiner Ansprüche aus dem Auftrag hat der Wirtschaftsprüfer auf Verlangen des Auftraggebers alle Unterlagen herauszugeben, die er aus Anlaß seiner Tätigkeit für den Auftrag von diesem oder für diesen erhalten hat. Dies gilt jedoch nicht für den Schriftwechsel zwischen dem Wirtschaftsprüfer und seinem Auftraggeber und für die Schriftstücke, die dieser bereits in Urschrift oder Abschrift besitzt. Der Wirtschaftsprüfer kann von Unterlagen, die er an den Auftraggeber zurückgibt, Abschriften oder Fotokopien anfertigen und zurückbehalten.

## 16. Anzuwendendes Recht

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