



**GEMEINSAMER BERICHT**

**des Vorstands der GSW Immobilien AG**

und

**des Vorstands der Deutsche Wohnen AG**

über den

**Beherrschungsvertrag**

zwischen

**der GSW Immobilien AG und der Deutsche Wohnen AG**

gemäß § 293a AktG

30. April 2014

# INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
<b>(A) Vorbemerkungen .....</b>	<b>1</b>
<b>(B) Vertragsparteien .....</b>	<b>3</b>
<b>1. GSW Immobilien AG .....</b>	<b>3</b>
1.1 Überblick.....	3
1.2 Unternehmensgeschichte und -entwicklung .....	3
1.3 Gesellschaftssitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand .....	4
1.4 Organe und Mitarbeiter .....	4
1.4.1 Vorstand .....	4
1.4.2 Aufsichtsrat .....	5
1.4.3 Mitarbeiter und Mitbestimmung .....	5
1.5 Grundkapital, Börsenhandel, Aktionäre .....	5
1.5.1 Grundkapital .....	5
1.5.2 Genehmigte Kapitalia .....	5
1.5.3 Bedingtes Kapital sowie Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen .....	8
1.6 Wandelschuldverschreibung 2012 der GSW Immobilien AG.....	11
1.7 Aktionäre.....	12
1.8 Börsenhandel.....	12
1.9 Struktur des GSW Konzerns .....	13
1.9.1 Operative und rechtliche Struktur .....	13
1.9.2 Beteiligungen .....	13
1.10 Überblick über die Geschäftstätigkeit.....	13
1.11 Geschäftliche Entwicklung, Ergebnissituation und Vermögenslage, wesentliche Finanzdaten .....	14
1.11.1 Geschäftliche Entwicklung im Geschäftsjahr 2013 .....	14
1.11.2 Kennzahlen für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 .....	18
1.11.3 Ausblick .....	20
<b>2. Deutsche Wohnen AG.....</b>	<b>21</b>
2.1 Überblick.....	21
2.2 Unternehmensgeschichte und -entwicklung .....	22
2.3 Gesellschaftssitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand .....	23

2.4	Organe und Mitarbeiter .....	23
2.4.1	Vorstand .....	23
2.4.2	Aufsichtsrat .....	24
2.4.3	Mitarbeiter und Mitbestimmung .....	24
2.5	Grundkapital, Börsenhandel, Aktionäre .....	24
2.5.1	Grundkapital .....	24
2.5.2	Genehmigtes Kapital .....	25
2.5.3	Bedingte Kapitalia sowie Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen .....	27
2.6	Wandelschuldverschreibung 2013 der Deutsche Wohnen AG.....	32
2.7	Aktionäre.....	32
2.8	Börsenhandel.....	33
2.9	Struktur des Deutsche Wohnen Konzerns .....	33
2.9.1	Operative und rechtliche Struktur .....	33
2.9.2	Beteiligungen .....	34
2.10	Überblick über die Geschäftstätigkeit.....	34
2.11	Geschäftliche Entwicklung, Ergebnissituation und Vermögenslage, wesentliche Finanzdaten .....	35
2.11.1	Geschäftliche Entwicklung im Geschäftsjahr 2013 .....	35
2.11.2	Kennzahlen für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 .....	39
2.11.3	Ausblick .....	41
<b>3.</b>	<b>Freiwilliges Übernahmeangebot der Deutsche Wohnen AG zum Erwerb der GSW Aktien .....</b>	<b>41</b>
3.1	Freiwilliges Übernahmeangebot .....	41
3.2	Business Combination Agreement.....	42
3.3	Weitere Anteilerwerbe nach Vollzug des öffentlichen Übernahmeangebots .....	43
<b>(C)</b>	<b>Beherrschungsvertrag .....</b>	<b>43</b>
<b>1.</b>	<b>Gründe für den Abschluss des Beherrschungsvertrags .....</b>	<b>43</b>
1.1	Wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Gründe .....	43
1.1.1	Wirtschaftliche Gründe .....	43
1.1.2	Rechtliche Gründe .....	44
1.1.3	Steuerliche Gründe.....	48
1.2	Alternativen zum Abschluss eines Beherrschungsvertrags .....	48
1.2.1	Ausschluss der Minderheitsaktionäre (Squeeze-out).....	48
1.2.2	Eingliederung oder Verschmelzung.....	49

1.2.3	Zusammenfassendes Ergebnis .....	49
1.3	Kosten des Beherrschungsvertrags .....	50
<b>2.</b>	<b>Inhalt und Auswirkungen des Beherrschungsvertrags .....</b>	<b>50</b>
2.1	Erläuterung des Vertragsinhalts .....	50
2.1.1	Leitung und Weisung (Ziffer 1 des Beherrschungsvertrags) .....	50
2.1.2	Auskunftsrecht (Ziffer 2 des Beherrschungsvertrags) .....	52
2.1.3	Verlustübernahme (Ziffer 3 des Beherrschungsvertrags) .....	52
2.1.4	Ausgleich (Ziffer 4 des Beherrschungsvertrags) .....	53
2.1.5	Abfindung (Ziffer 5 des Beherrschungsvertrags) .....	59
2.1.6	Wirksamkeit (Ziffer 6 des Beherrschungsvertrags) .....	63
2.1.7	Vertragsdauer, Kündigung (Ziffer 7 des Beherrschungsvertrags) .....	64
2.1.8	Schlussbestimmungen (Ziffer 8 des Beherrschungsvertrags) .....	65
2.2	Abfindungsaktien der Deutsche Wohnen AG und banktechnische Abwicklung der Abfindung sowie der Ausgleichszahlung .....	66
2.3	Vereinbarungen mit dem Drittinvestor .....	67
2.4	Erläuterung der Auswirkungen des Beherrschungsvertrags .....	68
2.4.1	Gesellschaftsrechtliche Auswirkungen für die außenstehenden GSW Aktionäre .....	68
2.4.2	Schutz der außenstehenden Aktionäre .....	70
2.4.3	Steuerliche Auswirkungen für die außenstehenden GSW Aktionäre in Deutschland .....	73
<b>3.</b>	<b>Art und Höhe des Ausgleichs und der Abfindung nach §§ 304, 305 AktG .....</b>	<b>79</b>
3.1	Überblick .....	79
3.2	Ermittlung und Festlegung der Höhe des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG .....	83
3.3	Ermittlung und Feststellung der angemessenen Abfindung nach § 305 AktG .....	84
3.4	Vertragsprüfung .....	85

Die Deutsche Wohnen AG und die GSW Immobilien AG (gemeinsam die „**Vertragsparteien**“) haben sich am heutigen Tag auf den diesem Vertragsbericht zugrundeliegenden Beherrschungsvertrag („**Beherrschungsvertrag**“) geeinigt, nach dessen Maßgabe die GSW Immobilien AG die Leitung ihrer Gesellschaft der Deutsche Wohnen AG unterstellen soll. Der Beherrschungsvertrag sieht als angemessenen Ausgleich die Leistung einer jährlichen festen Ausgleichszahlung in Form einer Garantiedividende („**Garantiedividende**“) nach §§ 304 Abs. 1 Satz 2, Abs. 2 Satz 1 AktG in Höhe von EUR 1,40 (nach Abzug aktueller Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) je auf den Inhaber lautender Stückaktie der GSW Immobilien AG für die außenstehenden Aktionäre der GSW Immobilien AG (einzeln „**außenstehender GSW Aktionär**“ und zusammen „**außenstehende GSW Aktionäre**“) vor. Ferner sieht der Beherrschungsvertrag eine Verpflichtung der Deutsche Wohnen AG als anderer Vertragsteil nach §§ 305 Abs. 1, Abs. 2 Nr. 1, Abs. 3 Satz 1 AktG vor, auf Verlangen eines außenstehenden GSW Aktionärs dessen Aktien gegen Ausgabe von 7 Stückaktien der Deutsche Wohnen AG für je 3 Stückaktien der GSW Immobilien AG (einzeln „**GSW Aktie**“ und zusammen „**GSW Aktien**“) als angemessene Abfindung zu erwerben.

Der Vorstand der GSW Immobilien AG („**Vorstand GSW**“) und der Vorstand der Deutsche Wohnen AG („**Vorstand Deutsche Wohnen**“) erstatten gemäß § 293a Aktiengesetz („**AktG**“) gemeinsam den folgenden Bericht („**Vertragsbericht**“) über den Beherrschungsvertrag.

#### (A) **Vorbemerkungen**<sup>1</sup>

Die Deutsche Wohnen AG hat am 1. Oktober 2013 ein am 20. August 2013 angekündigtes freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot („**Übernahmeangebot**“) an alle Aktionäre der GSW Immobilien AG zum Erwerb aller auf den Inhaber lautenden Stückaktien der GSW Immobilien AG mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der GSW Immobilien AG von EUR 1,00 je Aktie abgegeben. Am 14. Oktober 2013 haben GSW Immobilien AG und Deutsche Wohnen AG eine Vereinbarung über ihre Zusammenführung (business combination agreement – „**BCA**“) abgeschlossen, die unter anderem Absprachen im Hinblick auf die zukünftige Strategie und Struktur der kombinierten Unternehmensgruppe enthält (vgl. im Einzelnen unter Abschnitt B.3.2). Das Übernahmeangebot wurde für 91,05 % der GSW Aktien (bezogen auf die Grundkapitalziffer zum 18. November 2013) angenommen und am 27. November 2013 vollzogen. Nach Vollzug des Übernahmeangebots erwarb die Deutsche Wohnen AG durch Ausübung von

---

<sup>1</sup> Allgemeiner Hinweis: Die in diesem Vertragsbericht enthaltenen Zahlenangaben sind überwiegend, auch wenn dies nicht ausdrücklich im Text vermerkt ist, gerundet. Die in Tabellen enthaltenen Gesamtsummen können daher auch von der Summe der jeweiligen Einzelpositionen abweichen. Soweit nicht anders vermerkt, können die Rundungen in den Tabellen von der ansonsten angewandten kaufmännischen Rundung abweichen. Soweit kein anderer Stichtag vermerkt ist, beziehen sich Zahlenangaben in diesem Vertragsbericht auf den Tag der Unterzeichnung (30. April 2014) des vorliegenden Vertragsberichts.

Wandlungsrechten aus Wandelschuldverschreibungen der GSW Immobilien AG (wie näher unter Abschnitt B.1.6 ausgeführt) weitere GSW Aktien. Die Deutsche Wohnen AG hält zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts eine Anzahl von GSW Aktien, die 92,02 % des Grundkapitals und der Stimmrechte der GSW Immobilien AG entspricht („**Bestandsaktien**“).

Am 7. März 2014 haben der Vorstand GSW und der Vorstand Deutsche Wohnen beschlossen, dass ein Beherrschungsvertrag zwischen der GSW Immobilien AG als beherrschtem Unternehmen und der Deutsche Wohnen AG als herrschendem Unternehmen vorbereitet und abgeschlossen werden soll.

Auf gemeinsamen Antrag der GSW Immobilien AG und der Deutsche Wohnen AG vom 12. März 2014 hat das Landgericht Berlin durch Beschluss vom 18. März 2014 die Mazars GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, als Vertragsprüfer („**Vertragsprüfer**“) ausgewählt und bestellt.

Am 30. April 2014 haben die Vertragsparteien den Beherrschungsvertrag abgeschlossen. Der Aufsichtsrat der GSW Immobilien AG und der Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen AG haben dem Abschluss des Beherrschungsvertrags jeweils in ihren Sitzungen am 28. April 2014 zugestimmt. Bei den Beschlussfassungen lagen den Aufsichtsräten der Vertragsparteien der finale Entwurf des Beherrschungsvertrags, der finale Entwurf dieses Vertragsberichts und die unterzeichnete Fassung der gutachtlichen Stellungnahme („**Bewertungsgutachten**“) der Warth & Klein Grant Thornton AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (der „**Bewertungsgutachter**“) vom 23. April 2014 sowie der Bericht des Vertragsprüfers über die Prüfung des Beherrschungsvertrags vom 25. April 2014 („**Prüfbericht**“) vor.

Der Vertrag bedarf gemäß § 293 Abs. 1 AktG der Zustimmung der Hauptversammlung der GSW Immobilien AG sowie gemäß § 293 Abs. 2 AktG der Zustimmung der Hauptversammlung der Deutsche Wohnen AG. Der Beherrschungsvertrag wird mit seiner Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der GSW Immobilien AG wirksam.

Gemäß § 305 AktG ist die Deutsche Wohnen AG verpflichtet, allen außenstehenden GSW Aktionären anzubieten, ihre GSW Aktien gegen eine festzulegende Abfindung zu erwerben (wie näher unter Abschnitt C.2.1.5 beschrieben). Um einen Erwerb von GSW Aktien (oder entsprechenden Übereignungsansprüchen) durch die Deutsche Wohnen AG im Zuge des Abfindungsangebots auf – zusammengerechnet mit den Bestandsaktien – höchstens 95 % minus 10.000 der GSW Aktien zu begrenzen, hat die Deutsche Wohnen AG im Zusammenhang mit dem Abfindungsangebot mit der Deutsche Bank AG („**Drittinvestor**“) einen Vertrag geschlossen, in dessen Rahmen sich der Drittinvestor zum Erwerb von 5 % plus 10.000 Aktien (berechnet auf das

derzeitige Grundkapital der GSW Immobilien AG) verpflichtet (vgl. im Detail unter Abschnitt C.2.3).

## **(B) Vertragsparteien**

### **1. GSW Immobilien AG**

#### **1.1 Überblick**

Die GSW Immobilien AG ist ein börsennotiertes Immobilienunternehmen mit Sitz in Berlin. Die GSW Immobilien AG ist Obergesellschaft des aus der GSW Immobilien AG und ihren Tochtergesellschaften bestehenden GSW Konzerns („**GSW Konzern**“). Das Geschäftsmodell des GSW Konzerns konzentriert sich auf die Vermietung und Bewirtschaftung von Wohnungen mit einem klaren Fokus auf Berlin. Ergänzt wird diese Geschäftstätigkeit durch ausgewählte Verkäufe von Wohnungen und Teilportfolios. Ein wesentlicher strategischer Baustein der Geschäftstätigkeit ist das aktive und wertorientierte Portfoliomanagement. Mit 60.962 eigenen Wohn- und Gewerbeeinheiten bewirtschaftet die GSW Immobilien AG eines der größten Immobilienportfolios in Berlin.

Der GSW Konzern beschäftigte zum 31. Dezember 2013 insgesamt 545 Mitarbeiter (ohne Auszubildende).

Nach der gemäß den International Financial Reporting Standards („**IFRS**“) erstellten Konzernbilanz zum 31. Dezember 2013 betrug die Bilanzsumme des GSW Konzerns rund EUR 3.644,8 Mio. Das operative Ergebnis (EBIT) nach der IFRS Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung für den Zeitraum vom 1. Januar bis zum 31. Dezember 2013 belief sich auf rund EUR 149,8 Mio., das Konzernergebnis auf rund EUR 60,0 Mio.

Die Internetseiten der GSW Immobilien AG sind unter <http://www.gsw.de> abrufbar.

#### **1.2 Unternehmensgeschichte und -entwicklung**

Die GSW Immobilien AG wurde 1924 durch die Stadt Berlin und den preußischen Staat als „Wohnungsfürsorgegesellschaft Berlin mbH“ gegründet. Im Jahr 1937 sind unter dem Dach der GSW Immobilien AG acht bis dahin selbstständige städtische Wohnungsbau- und Siedlungsgesellschaften zusammengeschlossen worden. Nachdem die GSW Immobilien AG insbesondere zwischen 1969 und 1973 zahlreiche Großsiedlungen mit mehreren Tausend Wohnungen errichtet hatte, vergrößerte sich 1992/1993 ihr Portfolio noch einmal erheblich, als sie die im Osten der Stadt Berlin gelegenen und zwischenzeitlich enteigneten Wohnungen weitgehend zurückerhielt. 2004 verkaufte die Stadt Berlin, die bis dahin Mehrheitseigentümerin der GSW Immobilien AG war, diese an Finanzinvestoren,

die die Gesellschaft im Jahr 2010 in eine Aktiengesellschaft umwandeln und im Jahr 2011 an der Wertpapierbörse in Frankfurt einführen.

### **1.3 Gesellschaftssitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand**

Die GSW Immobilien AG ist eine deutsche Aktiengesellschaft mit Sitz in Berlin, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg unter HRB 125788 B. Die Geschäftsanschrift lautet Charlottenstraße 4, 10969 Berlin.

Das Geschäftsjahr der GSW Immobilien AG ist das Kalenderjahr.

Unternehmensgegenstand der GSW Immobilien AG ist gemäß § 2 ihrer Satzung („**GSW Satzung**“) das Betreiben von Immobiliengeschäften und damit zusammenhängender Geschäfte jedweder Art, insbesondere die Errichtung und Bewirtschaftung von Wohnungen. Die GSW Immobilien AG 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. Die GSW Immobilien AG kann Unternehmen, an denen sie beteiligt ist, unter ihrer einheitlichen Leitung zusammenfassen und/oder sich auf die Verwaltung der Beteiligung(en) beschränken und Unternehmensverträge jeder Art abschließen sowie ihren Betrieb ganz oder teilweise in Unternehmen, an denen die GSW Immobilien AG mehrheitlich beteiligt ist, ausgliedern oder solchen Unternehmen überlassen.

### **1.4 Organe und Mitarbeiter**

#### **1.4.1 Vorstand**

Der Vorstand der GSW Immobilien AG besteht gemäß § 5 der GSW Satzung aus mindestens zwei Personen. Im Übrigen bestimmt der Aufsichtsrat die Zahl der Vorstandsmitglieder. Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts besteht der Vorstand der GSW Immobilien AG aus den folgenden Personen:

- Michael Zahn (Vorstandsvorsitzender)
- Andreas Segal
- Lars Wittan

Die GSW Immobilien AG wird gemäß § 7 der GSW Satzung durch zwei Vorstandsmitglieder oder ein Vorstandsmitglied in Gemeinschaft mit einem Prokuristen vertreten. Der Aufsichtsrat kann bestimmen, dass alle oder einzelne Vorstandsmitglieder einzelvertretungsbefugt sind. Den Vorstandsmitgliedern ist gestattet, Rechtsgeschäfte als Vertreter der Gesellschaft und als Vertreter Dritter abzuschließen (Befreiung vom Verbot der Mehrfachvertretung gemäß § 181 2. Alt. BGB).

## **1.4.2 Aufsichtsrat**

Der Aufsichtsrat der GSW Immobilien AG besteht aus sechs Mitgliedern. Die Aufsichtsratsmitglieder werden nach den Vorgaben des § 8.2 der GSW Satzung durch die Hauptversammlung gewählt. Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung des Vertragsberichts besteht der Aufsichtsrat der GSW Immobilien AG aus folgenden Personen:

- Uwe E. Flach (Vorsitzender des Aufsichtsrats)
- Dr. Andreas Kretschmer (Stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats)
- Dr. Reinhard Baumgarten
- Gisela von der Aue
- Matthias Hünlein
- Helmut Ullrich

## **1.4.3 Mitarbeiter und Mitbestimmung**

Der GSW Konzern beschäftigte zum 31. Dezember 2013 insgesamt 545 Mitarbeiter (ohne Auszubildende).

Der Aufsichtsrat der GSW Immobilien AG unterliegt derzeit nicht der unternehmerischen Mitbestimmung.

## **1.5 Grundkapital, Börsenhandel, Aktionäre**

### **1.5.1 Grundkapital**

Das Grundkapital der GSW Immobilien AG beträgt derzeit EUR 56.676.960,00 und ist eingeteilt in insgesamt 56.676.960 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von jeweils EUR 1,00.

### **1.5.2 Genehmigte Kapitalia**

Nach § 4 der GSW Satzung (Stand: 30. April 2014) verfügt die GSW Immobilien AG über zwei genehmigte Kapitalia:

- (i) Genehmigtes Kapital 2012

Nach § 4.1 der GSW Satzung ist der Vorstand ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats bis zum 27. Juni 2017 (einschließlich) das Grundkapital der Gesellschaft durch Ausgabe von bis zu 17.000.000 neuen auf den Inhaber lautenden Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen einmalig oder mehrmals um

insgesamt bis zu EUR 17.000.000,00 zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2012). Den Aktionären ist grundsätzlich das gesetzliche Bezugsrecht auf die neuen Aktien zu gewähren. Der Vorstand ist jedoch ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Bezugsrecht der Aktionäre nach näherer Maßgabe der folgenden Bestimmungen ganz oder teilweise, einmalig oder mehrmals auszuschließen:

- um Spitzenbeträge vom Bezugsrecht der Aktionäre auszunehmen;
- wenn und soweit dies erforderlich ist, um den Inhabern bzw. Gläubigern von Wandlungs- oder Optionsrechten und/oder Inhabern bzw. Gläubigern von mit Wandlungs- oder Optionspflichten ausgestatteten Finanzierungsinstrumenten, die von der Gesellschaft oder einem in- oder ausländischen Unternehmen, an dem die GSW Immobilien AG unmittelbar oder mittelbar mit der Mehrheit der Stimmen und des Kapitals beteiligt ist, ausgegeben werden, ein Bezugsrecht in dem Umfang zu gewähren, wie es ihnen nach Ausübung der Wandlungs- oder Optionsrechte bzw. nach Erfüllung einer Wandlungs- oder Optionspflicht zustünde;
- bei einer Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG, wenn der Ausgabebetrag der neuen Aktien den Börsenpreis der bereits börsennotierten Aktien nicht wesentlich unterschreitet und die unter Ausschluss des Bezugsrechts ausgegebenen neuen Aktien einen rechnerischen Anteil von insgesamt 10 % des Grundkapitals nicht überschreiten, und zwar weder im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über diese Ermächtigung noch im Zeitpunkt der Ausnutzung dieser Ermächtigung. Auf diese Begrenzung auf 10 % des Grundkapitals ist der anteilige Betrag des Grundkapitals anzurechnen, der auf Aktien entfällt, die während der Laufzeit dieser Ermächtigung bis zu ihrer Ausnutzung aufgrund einer Ermächtigung zur Veräußerung eigener Aktien gemäß §§ 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5, 186 Abs. 3 Satz 4 AktG unter Ausschluss eines Bezugsrechts veräußert werden. Ebenfalls anzurechnen ist der anteilige Betrag des Grundkapitals, der auf die Aktien und Bezugsrechte entfällt, die während der Laufzeit dieser Ermächtigung bis zu ihrer Ausnutzung aufgrund von anderen Ermächtigungen zur Ausgabe von Aktien der Gesellschaft oder zur Ausgabe von Rechten, die den Bezug von Aktien der Gesellschaft ermöglichen oder zu ihm verpflichten, unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre in direkter oder entsprechender Anwendung von § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG ausgegeben werden, mit Ausnahme von Aktien, die zur Bedienung von auf der Grundlage des Beschlusses zu Tagesordnungspunkt 9.1 der Hauptversammlung vom 28. Juni 2012 von der Gesellschaft im November 2012 ausgegebener Wandelschuldverschreibungen dienen;

- bei Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlagen zur Gewährung von Aktien zum Zweck des Erwerbs von Unternehmen, Unternehmensteilen, Beteiligungen an Unternehmen, Immobilien oder Immobilienportfolios.

Die Summe der Aktien, die nach dem Genehmigten Kapital 2012 unter Ausschluss des Bezugsrechts ausgegeben werden, darf unter Berücksichtigung sonstiger Aktien der Gesellschaft, die während der Laufzeit des Genehmigten Kapitals 2012 unter Ausschluss des Bezugsrechts veräußert bzw. ausgegeben werden bzw. aufgrund von nach dem 18. Juni 2013 unter Ausschluss des Bezugsrechts ausgegebenen Schuldverschreibungen auszugeben sind, einen rechnerischen Anteil von 20 % des Grundkapitals nicht überschreiten, und zwar weder im Zeitpunkt des Wirksamwerdens noch im Zeitpunkt der Ausnutzung dieser Ermächtigung. Nicht anzurechnen sind jedoch diejenigen Aktien, die aufgrund der im November 2012 von der Gesellschaft ausgegebenen Wandelschuldverschreibungen auszugeben sind.

Soweit das Bezugsrecht nach den vorstehenden Bestimmungen nicht ausgeschlossen wird, kann das Bezugsrecht den Aktionären, sofern dies vom Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats bestimmt wird, auch im Wege eines mittelbaren Bezugsrechts gemäß § 186 Abs. 5 AktG oder auch teilweise im Wege eines unmittelbaren Bezugsrechts (etwa an bezugsberechtigte Aktionäre, die vorab eine Festbezugserklärung abgegeben haben) und im Übrigen im Wege eines mittelbaren Bezugsrechts gemäß § 186 Abs. 5 AktG gewährt werden.

Der Vorstand ist ferner ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Kapitalerhöhung und ihrer Durchführung, insbesondere den Inhalt der Aktienrechte und die Bedingungen der Aktienaussgabe, festzulegen. Dabei kann die Gewinnberechtigung der neuen Aktien auch abweichend von § 60 Abs. 2 AktG festgelegt werden.

Der Aufsichtsrat wird ermächtigt, die Fassung von § 4 der Satzung entsprechend der jeweiligen Ausnutzung des Genehmigten Kapitals 2012 sowie nach Ablauf der Ermächtigungsfrist zu ändern.

#### (ii) Genehmigtes Kapital B

Nach § 4.2 der GSW Satzung ist der Vorstand ermächtigt, das Grundkapital bis zum 17. März 2016 mit Zustimmung des Aufsichtsrats durch Ausgabe von bis zu 500.000 neuen auf den Inhaber lautenden Stückaktien gegen Bareinlage einmalig oder mehrmalig um bis zu insgesamt EUR 500.000,00 zu erhöhen (Genehmigtes Kapital B). Das Bezugsrecht der Aktionäre ist ausgeschlossen. Die neuen Aktien dürfen ausschließlich zur Gewährung von Aktien unmittelbar oder nach Zeichnung durch ein Kreditinstitut und Rückerwerb durch die Gesellschaft mittelbar an Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Gesellschaft oder der mit ihr im Sinne der §§ 15 ff. AktG verbundenen Unternehmen ausgegeben werden (Belegschaftsaktien).

Die neuen Aktien können dabei auch an ein geeignetes Kreditinstitut ausgegeben werden, das die Aktien mit der Verpflichtung übernimmt, sie ausschließlich an Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Gesellschaft oder der mit ihr im Sinne der §§ 15 ff. AktG verbundenen Unternehmen weiterzugeben. Soweit gesetzlich zulässig, können die Belegschaftsaktien auch in der Weise ausgegeben werden, dass die auf sie zu leistende Einlage aus dem Teil des Jahresüberschusses gedeckt wird, den Vorstand und Aufsichtsrat nach § 58 Abs. 2 AktG in andere Gewinnrücklagen einstellen können. Der Vorstand ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Kapitalerhöhung und ihrer Durchführung festzulegen. Der Aufsichtsrat ist ermächtigt, die Fassung der Satzung entsprechend der jeweiligen Inanspruchnahme des genehmigten Kapitals B anzupassen.

### **1.5.3 Bedingtes Kapital sowie Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen**

Zum 30. April 2014 verfügt die GSW Immobilien AG über ein bedingtes Kapital sowie eine Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen:

#### **(i) Bedingtes Kapital 2013**

Das Grundkapital der Gesellschaft ist um bis zu EUR 6.401.985,00 durch Ausgabe von bis zu 6.401.985 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 bedingt erhöht (Bedingtes Kapital 2013). Die bedingte Kapitalerhöhung dient der Gewährung von Aktien an Inhaber oder Gläubiger von Wandel- und/oder Optionsschuldverschreibungen und/oder Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen mit Wandlungs- oder Optionsrecht bzw. Wandlungs- oder Optionspflicht, die aufgrund der Ermächtigung gemäß Beschluss der Hauptversammlung vom 18. Juni 2013 unter Tagesordnungspunkt 6.2 bis zum 17. Juni 2018 (einschließlich) von der GSW Immobilien AG oder einem in- oder ausländischen Unternehmen, an dem die GSW Immobilien AG unmittelbar oder mittelbar mit der Mehrheit der Stimmen und des Kapitals beteiligt ist, ausgegeben werden. Das bedingte Kapital dient ferner zur Ausgabe von Aktien an die Gläubiger der Wandelschuldverschreibungen, die auf Basis der unter Tagesordnungspunkt 9.1 der Hauptversammlung der Gesellschaft vom 28. Juni 2012 beschlossenen Ermächtigung von der Gesellschaft im November 2012 ausgegeben wurden für den Fall einer Anpassung des Wandlungsverhältnisses; sie wird insoweit nur durchgeführt, soweit von den Wandlungs- oder Optionsrechten aus den in 2012 von der Gesellschaft ausgegebenen Wandelschuldverschreibungen tatsächlich Gebrauch gemacht wird oder Wandlungspflichten aus solchen Schuldverschreibungen erfüllt werden und soweit nicht andere Erfüllungsformen zur Bedienung eingesetzt werden. Die Ausgabe der neuen Aktien erfolgt zu dem nach Maßgabe der vorgenannten Ermächtigungsbeschlüsse der Hauptversammlung vom 18. Juni 2013 bzw. der Hauptversammlung vom 28. Juni 2012 jeweils zu bestimmenden Options- bzw. Wandlungspreis. Der Vorstand ist ermächtigt, die

Gewinnbeteiligung der neuen Aktien abweichend von § 60 Abs. 2 AktG festzulegen. Der Vorstand ist ermächtigt, die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung festzusetzen.

Der Aufsichtsrat wird ermächtigt, die Fassung von § 4 der Satzung entsprechend der Ausgabe der neuen Aktien aus dem Bedingten Kapital 2013 anzupassen. Das Gleiche gilt, soweit die Ermächtigung zur Begebung von Wandel- und/oder Optionsschuldverschreibungen und/oder Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen mit Wandlungs- oder Optionsrecht bzw. Wandlungs- oder Optionspflicht gemäß Beschluss der Hauptversammlung vom 18. Juni 2013 während der Laufzeit der Ermächtigung nicht ausgeübt wird oder die entsprechenden Options- oder Wandlungsrechte bzw. Options- und Wandlungspflichten durch Ablauf der Ausübungsfristen oder in sonstiger Weise erlöschen.

- (ii) Ermächtigung zur Ausgabe von Wandel- und Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und Gewinnschuldverschreibungen mit Wandlungs- oder Optionsrecht bzw. Wandlungs- oder Optionspflicht 2013

Durch Beschluss der ordentlichen Hauptversammlung der GSW Immobilien AG vom 18. Juni 2013 wurde der Vorstand ermächtigt, bis zum 17. Juni 2018 (einschließlich) einmalig oder mehrmals auf den Inhaber und/oder auf den Namen lautende Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechte und/oder Gewinnschuldverschreibungen mit oder ohne Wandlungs- oder Optionsrecht oder Wandlungspflicht oder Optionspflicht oder Kombinationen dieser Instrumente (nachstehend zusammen „Schuldverschreibungen“) mit oder ohne Laufzeitbegrenzung im Gesamtnennbetrag von bis zu EUR 350.000.000,00 zu begeben und den Inhabern bzw. Gläubigern von Schuldverschreibungen Wandlungs- und/oder Optionsrechte und/oder Wandlungspflichten oder Optionspflichten zum Bezug von insgesamt bis zu 7.500.000 neuen auf den Inhaber lautenden Stückaktien der GSW Immobilien AG mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von insgesamt bis zu EUR 7.500.000,00 nach näherer Maßgabe der Bedingungen der Schuldverschreibungen (nachstehend zusammen „Anleihebedingungen“) zu gewähren bzw. zu bestimmen. Die Schuldverschreibungen können gegen Bar- oder Sachleistung ausgegeben werden. Die Ermächtigung umfasst auch die Möglichkeit, Schuldverschreibungen durch ein in- oder ausländisches Unternehmen zu begeben, an dem die GSW Immobilien AG unmittelbar oder mittelbar mit der Mehrheit der Stimmen und des Kapitals beteiligt ist (nachfolgend „Mehrheitsbeteiligungsgesellschaft“); in diesem Fall wird der Vorstand ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats für die emittierende Mehrheitsbeteiligungsgesellschaft die Garantie für die Rückzahlung der Schuldverschreibungen zu übernehmen und den Inhabern bzw. Gläubigern solcher Schuldverschreibungen Wandlungs- und/oder Optionsrechte auf GSW Aktien zu

gewähren bzw. Wandlungspflichten oder Optionspflichten in GSW Aktien zu erfüllen sowie weitere für eine erfolgreiche Ausgabe erforderliche Erklärungen abzugeben und Handlungen vorzunehmen.

Den Aktionären der GSW Immobilien AG ist bei einer Ausgabe solcher Schuldverschreibungen grundsätzlich ein Bezugsrecht einzuräumen, auch wenn die Schuldverschreibungen von anderen Konzerngesellschaften der GSW Immobilien AG ausgegeben werden. Der Vorstand ist jedoch ermächtigt, dieses Bezugsrecht mit Zustimmung des Aufsichtsrats auszuschließen:

- (a) um Spitzenbeträge vom Bezugsrecht der Aktionäre auszunehmen;
- (b) soweit es erforderlich ist, um den Inhabern bzw. Gläubigern von Wandlungs- oder Optionsrechten und/oder Inhabern bzw. Gläubigern von mit Wandlungspflichten ausgestatteten Schuldverschreibungen, die zuvor von der GSW Immobilien AG oder einer Mehrheitsbeteiligungsgesellschaft ausgegeben wurden oder werden, ein Bezugsrecht in dem Umfang zu gewähren, wie es ihnen nach Ausübung der Wandlungs- oder Optionsrechte bzw. nach Erfüllung der Wandlungspflichten zustehen würde;
- (c) in entsprechender Anwendung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG, sofern die Schuldverschreibungen gegen bar ausgegeben werden und der Vorstand nach pflichtgemäßer Prüfung zur Auffassung gelangt, dass der Ausgabepreis den nach anerkannten finanzmathematischen Grundsätzen ermittelten theoretischen Marktwert der Schuldverschreibungen mit Wandlungs- oder Optionsrecht bzw. Wandlungspflicht nicht wesentlich unterschreitet. Diese Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss gilt jedoch nur für Schuldverschreibungen mit Wandlungs- und/oder Optionsrechten bzw. Wandlungspflichten auf Aktien, auf die ein anteiliger Betrag des Grundkapitals von insgesamt nicht mehr als 10 % des Grundkapitals entfällt, und zwar weder im Zeitpunkt des Wirksamwerdens noch im Zeitpunkt der Ausübung dieser Ermächtigung. Auf diese 10 %-Grenze sind Aktien der Gesellschaft anzurechnen, die während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre in unmittelbarer oder entsprechender Anwendung von § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG von der Gesellschaft ausgegeben oder veräußert werden. Ferner sind auf diese Zahl die Aktien und Bezugsrechte anzurechnen, die während der Laufzeit dieser Ermächtigung zur Bedienung von Wandlungs- oder Optionsrechten bzw. Wandlungspflichten oder Optionspflichten ausgegeben werden, sofern die Schuldverschreibungen, welche ein entsprechendes Wandlungs- oder Optionsrecht bzw. eine Wandlungs- oder Optionspflicht vermitteln, während der Laufzeit dieser Ermächtigung aufgrund anderweitiger Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre entsprechend § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG ausgegeben werden;

- (d) soweit Schuldverschreibungen gegen Sachleistungen ausgegeben werden und der Bezugsrechtsausschluss im Interesse der Gesellschaft liegt.

Weiterhin ist die Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen unter Ausschluss des Bezugsrechts auch dadurch beschränkt, dass der Wandlungs- oder Optionspreis je Aktie mindestens 80 % des Durchschnittskurses der Aktie der GSW Immobilien AG im XETRA-Handel (oder einem vergleichbaren Nachfolgesystem) während der letzten zehn Börsenhandelstage an der Frankfurter Wertpapierbörse vor dem Tag der Beschlussfassung durch den Vorstand über die Begebung der Schuldverschreibung betragen muss.

Der Vorstand ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats im Rahmen der Ermächtigung der Hauptversammlung die weiteren Bedingungen der Schuldverschreibungen der GSW Immobilien AG festzusetzen.

## **1.6 Wandelschuldverschreibung 2012 der GSW Immobilien AG**

Die GSW Immobilien AG hatte am 20. November 2012 eine Wandelschuldverschreibung mit einem Gesamtnennbetrag von EUR 182.900.000,00 (ISIN: DE000GSW1CB6/ WKN: GSW1CB) begeben, die in Teilschuldverschreibungen mit einem Nominalbetrag von EUR 100.000,00 eingeteilt war („GSW-Wandelschuldverschreibungen“). Die GSW-Wandelschuldverschreibungen waren mit 2 % p.a. verzinslich und am 20. November 2019 endfällig. Die GSW-Wandelschuldverschreibungen konnten seit dem 30. Dezember 2012 grundsätzlich jederzeit zu einem bestimmten Wandlungspreis gewandelt werden. Für die Bedienung der GSW-Wandelschuldverschreibungen konnten das Bedingte Kapital 2012 und das Bedingte Kapital 2013 ausgenutzt werden.

Am 19. November 2013 hat die Deutsche Wohnen AG die Gläubiger der GSW-Wandelschuldverschreibungen aufgefordert, gegenüber der Deutsche Wohnen AG ein Angebot zum Verkauf ihrer GSW-Wandelschuldverschreibungen abzugeben. Im Zuge des Erwerbsangebot konnte die Deutsche Wohnen AG GSW-Wandelschuldverschreibungen mit einem Nominalbetrag von insgesamt ca. EUR 181 Mio. erwerben. Bei einem Nominalwert sämtlicher GSW-Wandelschuldverschreibungen von EUR 182,9 Mio. entspricht dies rund 99 % der insgesamt ausstehenden GSW-Wandelschuldverschreibungen.

Am 22. November 2013 gab die Deutsche Wohnen AG bekannt, dass das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot der Deutsche Wohnen AG für 91,05 % (bezogen auf das damalige Grundkapital) der GSW Aktien angenommen wurde. Die Deutsche Wohnen AG hat mit Durchführung der korrespondierenden Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen am 27. November 2013 die Kontrolle über die GSW Immobilien AG im Sinne der Anleihebedingungen erlangt. Mit Bekanntgabe des Kontrollwechsels

war jeder Anleihegläubiger nach seiner Wahl berechtigt, die Rückzahlung einzelner oder aller seiner GSW-Wandelschuldverschreibungen, für welche das Wandlungsrecht nicht ausgeübt wurde und für die keine vorzeitige Rückzahlung angekündigt wurde, zum Wirksamkeitstag zum Nennbetrag zuzüglich der darauf bis zum Wirksamkeitstag (ausschließlich) aufgelaufenen Zinsen oder die Wandlung zu einem reduzierten Wandlungspreis zu verlangen. Die Deutsche Wohnen AG hat für alle erworbenen GSW-Wandelschuldverschreibungen das Wandlungsrecht ausgeübt. Infolge der Ausübung weiterer Wandlungsrechte bzw. der Ausübung des Rechts auf vorzeitige Rückzahlung infolge des Kontrollwechsels durch weitere Inhaber von Wandelschuldverschreibungen hat sich der Gesamtnennbetrag der ausstehenden GSW-Wandelschuldverschreibungen reduziert und betrug zum 11. Februar 2014 noch EUR 1,4 Mio.

Aufgrund des nur noch geringfügigen Betrags ausstehender GSW-Wandelschuldverschreibungen hat die GSW Immobilien AG am 13. März 2014 von ihrem Recht zur vorzeitigen Kündigung Gebrauch gemacht. Infolgedessen wurden die noch ausstehenden GSW-Wandelschuldverschreibungen insgesamt zum Nennbetrag zuzüglich der aufgelaufenen Zinsen vorzeitig zurückgezahlt (sogenannter Clean-up Call).

## **1.7 Aktionäre**

Im Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts am 30. April 2014 hält die Deutsche Wohnen AG unmittelbar insgesamt 52.154.429 GSW Aktien, was einem Anteil von 92,02 % am Grundkapital der GSW Immobilien AG entspricht.

Abgesehen von der Deutsche Wohnen AG waren an der GSW Immobilien AG aufgrund der bis zum Tag vor der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts eingegangenen Stimmrechtsmitteilungen keine Aktionäre an der GSW Immobilien AG (direkt oder indirekt) mit 3 % oder mehr beteiligt.

## **1.8 Börsenhandel**

Die GSW Aktien (ISIN DE000GSW1111 / WKN GSW 111) sind derzeit zum Handel im Teilbereich des regulierten Markts mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Am 19. Februar 2014 hat der Vorstand der GSW Immobilien AG beschlossen, einen Antrag auf Widerruf der Zulassung der Aktien zum Prime Standard zu stellen und in den General Standard zu wechseln. Der daraufhin vom Vorstand GSW beantragte Widerruf der Zulassung zum Prime Standard und der Wechsel in den General Standard des regulierten Markts der Frankfurter Wertpapierbörse werden mit Ablauf des 27. Mai 2014 wirksam. Daneben waren die Aktien der GSW Immobilien AG bis zum 31. März 2014 im regulierten Marktsegment der Börse Berlin notiert. Im Übrigen

sind die GSW Aktien in den Freiverkehr der Wertpapierbörsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart einbezogen.

## **1.9 Struktur des GSW Konzerns**

### **1.9.1 Operative und rechtliche Struktur**

Der GSW Konzern verfügt mit einem eigenen Immobilienportfolio von derzeit 60.962 Wohn- und Gewerbeeinheiten über einen der größten Bestände Berlins. Im Land Berlin zählt er damit zu den großen Wohnungsunternehmen. Der GSW Konzern übt seine operative Geschäftstätigkeit in der GSW Immobilien AG sowie in der FACILITA Berlin GmbH aus. An der Spitze des GSW Konzerns steht die GSW Immobilien AG.

### **1.9.2 Beteiligungen**

Die GSW Immobilien AG hielt zum 31. Dezember 2013 27<sup>1</sup> unmittelbare und mittelbare Unternehmensbeteiligungen. Im Konzernabschluss 2013 wurden einschließlich der GSW Immobilien AG 16 Gesellschaften vollkonsolidiert.

Eine Aufstellung des Anteilsbesitzes der GSW Immobilien AG zum 31. Dezember 2013 gemäß § 285 Nr. 11 und Nr. 11a HGB findet sich in Anlage 1a zu diesem Vertragsbericht.

## **1.10 Überblick über die Geschäftstätigkeit**

Das Geschäftsmodell des GSW Konzerns ist auf die langfristige Vermietung von Wohnungen in Berlin ausgerichtet. Im Mittelpunkt des Handelns steht dabei eine nachhaltige Unternehmensführung, die den dauerhaften Unternehmensfortbestand sicherstellen soll. Das Geschäftsmodell des GSW Konzerns basiert auf der effizienten Bewirtschaftung von rund 60.000 Wohnungen in Berlin, die konservativ und langfristig finanziert sowie auf ein breites Bevölkerungssegment ausgerichtet sind. Durch die Fokussierung auf den Standort Berlin partizipiert der GSW Konzern an der dynamischen Entwicklung auf dem Berliner Immobilienmarkt.

Der GSW Konzern konzentriert sich auf das standardisierte Massengeschäft der Vermietung und Bewirtschaftung von Wohnungen im eigenen Bestand in Berlin. Dieses Geschäft hebt sich aufgrund seiner Fragmentierung und seiner Größe im Risikoprofil deutlich von alternativen Nutzungsarten in Berlin ab. Aufgrund der gesellschaftlichen und demografischen Entwicklung ist die Nachfrage verhältnismäßig gut zu prognostizieren. Das Unternehmen konzentriert sich als reiner Bestandhalter auf die wertschöpfenden Aktivitäten wie das Portfoliomanagement, die Neukundenakquisition, die Bestandskundenpflege, das

---

<sup>1</sup> Gemäß Anteilsbesitzliste des Geschäftsbericht 2013 der GSW Immobilien AG zum 31. Dezember 2013 im Sinne von § 285 Nr. 11 u. Nr. 11a HGB

Finanzmanagement und die Instandhaltungssteuerung, die im Wesentlichen mit eigenen Mitarbeitern erbracht werden.

Die GSW Immobilien AG nimmt zusammen mit der FACILITA Berlin GmbH die operative Geschäftstätigkeit des GSW-Konzerns wahr. Die GSW Immobilien AG hält Immobilien und verfügt über eigenes Personal.

Die FACILITA Berlin GmbH übernimmt eigenständig das Facility Management im Konzernverbund. Hierzu gehören beispielsweise die Gebäudereinigung, die Grünpflege, Hausmeisterleistungen und Kleinreparaturen, das Leerstandsmanagement sowie das technische Gebäudemanagement. Die FACILITA Berlin GmbH beschäftigt die Facility Manager im GSW Konzern und hat eigenes Verwaltungspersonal.

Wesentliche Immobilienbestände werden zudem durch die Tochterunternehmen GSW Pegasus GmbH, GSW Corona GmbH und GSW Grundvermögens- und Vertriebsgesellschaft mbH gehalten. Diese Gesellschaften verfügen über kein eigenes Personal. Weiterhin hält die GSW Immobilien AG Mehrheitsbeteiligungen an Tochterunternehmen, die zum Teil einzelne Wohnanlagen halten. Auch diese Gesellschaften verfügen über kein eigenes Personal.

## **1.11 Geschäftliche Entwicklung, Ergebnissituation und Vermögenslage, wesentliche Finanzdaten**

Nach der gemäß IFRS erstellten Konzernbilanz zum 31. Dezember 2013 betrug die Bilanzsumme des GSW Konzerns rund EUR 3.644,8 Mio. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern nach der IFRS Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung für den Zeitraum vom 1. Januar bis zum 31. Dezember 2013 belief sich auf rund EUR 149,8 Mio., das Konzernergebnis auf rund EUR 60,0 Mio.

Die nachfolgenden Tabellen geben einen Überblick über die geschäftliche Entwicklung des GSW Konzerns im Geschäftsjahr 2013 sowie die wesentlichen Finanzkennzahlen des GSW Konzerns in den Geschäftsjahren 2011 bis 2013. Die Finanzangaben sind den geprüften Konzernabschlüssen für die am 31. Dezember 2011, 2012 und 2013 endenden Geschäftsjahre entnommen. Diese Konzernabschlüsse wurden gemäß IFRS erstellt.

Soweit nicht anders angegeben, sind die genannten Werte kaufmännisch gerundet.

### **1.11.1 Geschäftliche Entwicklung im Geschäftsjahr 2013**

#### **(i) Ertragslage**

<b>GSW Konzern in Mio. EUR</b>	<b>2012<sup>1)</sup></b>	<b>2013</b>	<b>Veränderung</b>
Erlöse aus Vermietung und	212,0	235,7	11,2 %

<b>GSW Konzern in Mio. EUR</b>	<b>2012<sup>1)</sup></b>	<b>2013</b>	<b>Veränderung</b>
Verpachtung .....			
Erträge aus gewährten Zuschüssen...	7,9	5,5	(30,4)%
Umsatzkosten der Vermietung und Verpachtung .....	(59,9)	(61,7)	3,0 %
<b>Ergebnis aus Vermietung und Verpachtung.....</b>	<b>160,0</b>	<b>179,5</b>	<b>12,2 %</b>
Erlöse aus der Veräußerung von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien .....	68,5	110,2	60,9 %
Buchwert der veräußerten als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien .....	(49,5)	(98,4)	98,8 %
Umsatzkosten im Zusammenhang mit veräußerten als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien .....	(9,4)	(7,8)	(17,0)%
<b>Ergebnis aus der Veräußerung von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien.....</b>	<b>9,6</b>	<b>4,0</b>	<b>(58,3)%</b>
Erträge aus Aufwertungen von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien .....	133,8	76,3	(43,0)%
Aufwendungen aus Abwertungen von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien .....	(57,5)	(55,7)	(3,1)%
Allgemeine Verwaltungsaufwendungen .....	(37,2)	(54,2)	45,7 %
Andere Erträge und Aufwendungen.	5,7	0,0	(100,0)%
<b>Ergebnis aus der Bewertung von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien .....</b>	<b>76,4</b>	<b>20,6</b>	<b>(73,0)%</b>
Ergebnis aus anderen Finanzanlagen.....	1,2	0,3	(75,0)%
Zinserträge .....	23,3	23,6	1,3 %
Zinsaufwendungen .....	(98,8)	(100,6)	1,8 %
<b>Operatives Ergebnis (EBIT).....</b>	<b>214,4</b>	<b>149,8</b>	<b>(30,1)%</b>
<b>Ergebnis vor Steuern vom Einkommen und vom Ertrag.....</b>	<b>140,1</b>	<b>73,2</b>	<b>(47,8)%</b>
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag .....	3,2	(13,2)	n/a
<b>Konzernjahresüberschuss.....</b>	<b>143,3</b>	<b>60,0</b>	<b>(58,1)%</b>

#### **Erläuterungen:**

Allgemeiner Hinweis: Die angegebene Kennzahl EBIT ist kein standardisierter Erfolgsindikator gemäß HGB oder IFRS. Ferner ist diese Kennzahl nicht notwendigerweise mit der Kennzahl der Deutsche Wohnen AG vergleichbar, die in selbiger oder unter einer ähnlichen Bezeichnung veröffentlicht bzw. in diesem gemeinsamen Vertragsbericht verwendet wird.

- (1) Die Angaben für das Geschäftsjahr 2012 sind dem Konzernabschluss 2013 entnommen worden (retrospektive Anpassung aufgrund IAS 19).

Im Geschäftsjahr 2013 erhöhte sich das Ergebnis aus Vermietung und Verpachtung gegenüber dem Geschäftsjahr 2012 um EUR 19,5 Mio. auf EUR 179,5 Mio. (2012: EUR 160,0 Mio.), also um 12,2 %. Diese Steigerung beruht im Wesentlichen auf dem Erwerb mehrerer Immobilienportfolios im vierten Quartal 2012, die im Berichtsjahr 2013 erstmals voll ergebniswirksam wurden, sowie auf den Portfolioerwerben im Geschäftsjahr 2013, soweit sich diese bereits im vierten Quartal 2013 auswirkten. Der Rückgang der Erträge aus Zuschüssen der öffentlichen Hand um EUR 2,4 Mio. auf EUR 5,5 Mio. (2012: EUR 7,9 Mio.), also um 30,4 %, erfolgte planmäßig.

Das Ergebnis aus der Veräußerung von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien sank im Geschäftsjahr 2013 um EUR 5,6 Mio. auf EUR 4,0 Mio. (2012: EUR 9,6 Mio.), also um 58,3 %. Das verringerte Vertriebsergebnis resultiert im Wesentlichen aus verringerten Vertriebsmargen infolge getätigter Blockverkäufe.

Die Verwaltungsaufwendungen erhöhten sich im Geschäftsjahr 2013 um EUR 17,0 Mio. auf EUR 54,2 Mio. (2012: Mio. 37,2 Mio.), also um 45,7 %. Der Anstieg beruht vor allem auf Beratungsaufwendungen in Höhe von EUR 14,2 Mio. im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot der Deutsche Wohnen AG.

Im Geschäftsjahr 2013 verringerte sich das Ergebnis aus der Bewertung von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien um EUR 55,8 Mio. auf EUR 20,6 Mio. (2012: EUR 76,4 Mio.), also um 73,0 %. Gemäß den Bewertungsgutachten des unabhängigen Immobilienbewerter CBRE ergibt sich für das Immobilienportfolio der GSW Immobilien AG ein Bewertungsergebnis von EUR 20,6 Mio. im Geschäftsjahr 2013 gegenüber einem Bewertungsergebnis von EUR 76,4 Mio. im Geschäftsjahr 2012.

Das Zinsergebnis verringerte sich im Geschäftsjahr 2013 um EUR 1,4 Mio. auf EUR -76,9 Mio. (2012: EUR -75,5 Mio.). Dem liegen um EUR 0,3 Mio. auf EUR 23,6 Mio. (2012: EUR 23,3 Mio.), also um 1,3 % gestiegene Zinserträge sowie um EUR 1,8 Mio. auf EUR 100,6 Mio. (2012: EUR 98,8 Mio.), also um 1,8 % gestiegene Zinsaufwendungen zugrunde.

Insgesamt ergab sich ein Rückgang des Konzernjahresüberschusses um EUR 83,3 Mio. auf EUR 60,0 Mio. (2012: EUR 143,3 Mio.), also um 58,1 %. Dieser beruht im Wesentlichen auf dem um EUR 55,8 Mio. geringeren Bewertungsergebnis, den um EUR 17,0 Mio. gestiegenen Verwaltungsaufwendungen sowie dem im Konzernergebnis 2012 enthaltenen Einmalgewinn aus dem Verkauf der Beteiligung an der GSW Betreuungsgesellschaft für Wohnungs- und Gewerbebau mbH in Höhe von EUR 5,7 Mio.

Das EBIT ging im Geschäftsjahr 2013 um EUR 64,6 Mio. auf EUR 149,8 Mio. (2012: EUR 214,4 Mio.), also um 30,1 % zurück. Bereinigt um Sondereffekte (Verwaltungsaufwendungen 2013 und Einmalgewinn 2012) lag der Rückgang des EBIT bei ca. EUR 42,0 Mio.

(ii) Vermögenslage

<b>GSW Konzern in Mio. EUR</b>	<b>2012<sup>1)</sup></b>	<b>2013</b>	<b>Veränderung</b>
<b>Aktiva</b>			
<b>Langfristige Vermögenswerte</b> .....	<b>3.324,0</b>	<b>3.526,5</b>	<b>6,1 %</b>
davon:			
Als Finanzinvestition gehaltene			
Immobilien .....	3.302,2	3.509,9	6,3 %
Sachanlagen .....	2,1	1,9	(9,5)%
Derivate Geschäfts- oder			
Firmenwerte .....	1,1	1,1	–
Sonstige immaterielle			
Vermögenswerte .....	0,2	0,2	–
Sonstige Finanzanlagen .....	6,1	6,1	–
Forderungen aus Lieferungen und			
Leistungen .....	0,3	0,2	(33,3)%
Sonstige Vermögenswerte .....	11,9	7,2	(39,5)%
Aktive latente Steuern .....	0,0	0,0	–
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b> .....	<b>245,9</b>	<b>118,2</b>	<b>(51,9)%</b>
davon:			
Forderungen aus Lieferungen und			
Leistungen .....	6,9	11,0	59,4 %
Forderungen gegen nahestehende			
Personen und Unternehmen .....	0,5	0,0	(100)%
Forderungen aus Steuern vom			
Einkommen und vom Ertrag .....	2,8	0,8	(71,4)%
Sonstige Vermögenswerte .....	22,6	9,2	(59,3)%
Flüssige Mittel .....	167,7	70,7	(57,9)%
Zur Veräußerung vorgesehene			
Vermögenswerte.....	45,3	26,4	(41,7)%
<b>Summe Aktiva</b> .....	<b>3.569,9</b>	<b>3.644,8</b>	<b>2,1 %</b>
<b>Passiva</b>			
<b>Eigenkapital</b> .....	<b>1.440,4</b>	<b>1.656,9</b>	<b>15,0 %</b>
Auf die Aktionäre der GSW			
Immobilien AG entfallendes			
Eigenkapital.....	1.440,1	1.656,4	15,0 %
Anteile anderer Gesellschafter.....	0,3	0,5	66,7 %
<b>Langfristige Schulden</b> .....	<b>1.992,4</b>	<b>1.868,5</b>	<b>(6,2)%</b>
davon:			
Finanzverbindlichkeiten .....	1.888,8	1.793,8	(5,0)%
Pensionsrückstellungen .....	2,3	2,2	(4,3)%
Sonstige Rückstellungen.....	3,1	7,9	154,8 %

<b>GSW Konzern in Mio. EUR</b>	<b>2012<sup>1)</sup></b>	<b>2013</b>	<b>Veränderung</b>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen .....	0.5	0.5	–
Sonstige Verbindlichkeiten.....	97,4	63,7	(34,6)%
Passive latente Steuern .....	0.3	0.4	33,3 %
<b>Kurzfristige Schulden.....</b>	<b>137,0</b>	<b>119,4</b>	<b>(12,8)%</b>
davon:			
Finanzverbindlichkeiten .....	78.7	69.1	(12.2)%
Sonstige Rückstellungen.....	3.0	0.7	(76,7)%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen .....	31.0	35.6	14,8 %
Verbindlichkeiten gegenüber nahestehenden Personen und Unternehmen .....	0	0	–
Verbindlichkeiten aus Steuern vom Einkommen und vom Ertrag .....	0.2	0	(100)%
Sonstige Verbindlichkeiten.....	24.1	13.9	(42,3)%
<b>Summe Passiva.....</b>	<b>3.569,9</b>	<b>3.644,8</b>	<b>2,1 %</b>

(1) Die Angaben für das Geschäftsjahr 2012 sind dem Konzernabschluss 2013 entnommen worden (retrospektive Anpassung aufgrund IAS 19).

Im Übrigen wird auf die auf den Internetseiten der GSW Immobilien AG (<http://www.gsw.ag> (dort in der Rubrik „Hauptversammlung“ – „2014“) veröffentlichten und ab dem heutigen Tag in den Geschäftsräumen ausliegenden Konzernjahresabschlüsse der GSW Immobilien AG für die Geschäftsjahre 2011, 2012 und 2013 nebst Konzernlagebericht und die darin enthaltenen Angaben zur geschäftlichen Entwicklung und Ergebnissituation verwiesen.

### 1.11.2 Kennzahlen für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013

<b>GSW Konzern in Mio. EUR (soweit nicht anders angegeben)</b>	<b>2011</b>	<b>2012<sup>1)</sup></b>	<b>2013</b>
Ergebnis aus Vermietung und Verpachtung.....	141,1	160,0	179,5
Operatives Ergebnis (EBIT <sub>GSW</sub> <sup>2)</sup> .....	177,2	214,4	149,8
EBITDA <sub>GSW</sub> <sup>3)</sup> .....	122,0	138,8	129,8
Bereinigtes EBITDA <sub>GSW</sub> <sup>4)</sup> .....	117,6	131,2	147,6
Konzernergebnis.....	105,1	143,3	60,0
Ergebnis vor Steuern vom Einkommen und Ertrag .....	107,8	140,1	73,2
Steuern vom Einkommen und Ertrag	(2,7)	3,2	(13,2)
FFO I <sub>GSW</sub> <sup>5)</sup> .....	56,6	64,2	75,1
Kapitalisierter Modernisierungs- und Instandhaltungsaufwand.....	(19,8)	(26,3)	(33,5)
AFFO <sup>6)</sup> .....	36,8	37,9	41,6

<b>GSW Konzern in Mio. EUR (soweit nicht anders angegeben)</b>	<b>2011</b>	<b>2012<sup>1)</sup></b>	<b>2013</b>
Ergebnis aus der Veräußerung von als Finanzinvestition gehaltenen			
Immobilien.....	3,3	9,6	4,0
FFO II <sup>7)</sup> .....	59,9	73,8	79,1
LTV Ratio <sub>GSW</sub> <sup>8)</sup> (in %) .....	58,0	53,8	50,7
EPRA NAV <sub>GSW</sub> <sup>9)</sup> (unverwässert) .....	1.219,9	1.525,6	1.701,2
EPRA NAV <sub>GSW</sub> je Aktie in EUR (unverwässert) .....	29,72	30,19	30,02
Ist-Nettokaltmiete <sup>10)</sup> (Wohnen) (in EUR/m <sup>2</sup> ) .....	5,08	5,22	5,44
Leerstandsquote <sup>11)</sup> (Wohnen) (in %) .....	3,4	2,7	2,2
Eigenkapitalquote (in %).....	38,4	40,3	45,5
Dividende je Aktie (in EUR).....	–	0,90	0,90
Mitarbeiter (Anzahl zum 31. Dezember, ohne Auszubildende).....	584	528	545

#### **Erläuterungen zu den Kennzahlen des GSW Konzerns:**

Allgemeiner Hinweis: Die angegebenen Kennzahlen EBIT, EBITDA, EBT, FFO, EPRA NAV und Loan-to-Value sind keine standardisierten Erfolgsindikatoren gemäß HGB oder IFRS. Ferner sind diese Kennzahlen nicht notwendigerweise mit den Kennzahlen der Deutsche Wohnen AG vergleichbar, die in selbiger oder unter einer ähnlichen Bezeichnung veröffentlicht bzw. in diesem gemeinsamen Vertragsbericht verwendet werden.

- (1) Die Angaben für das Geschäftsjahr 2012 sind dem Konzernabschluss 2013 entnommen worden (retrospektive Anpassung aufgrund IAS 19).
- (2) Earnings before Interest and Taxes; Gewinn vor Zinsen und Steuern sowie den anderen Erträgen aus Finanzanlagen.
- (3) Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation; Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen. Das EBITDA<sub>GSW</sub> entspricht dem Konzernjahresüberschuss für den relevanten Zeitraum vor Nettozinsen, dem Ergebnis nach der Equity-Methode einbezogener assoziierter und Gemeinschaftsunternehmen, Ergebnis aus anderen Finanzanlagen, Steuern vom Einkommen und Ertrag, Abschreibung auf Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände und dem Ergebnis aus der Bewertung von als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien.
- (4) Das bereinigte EBITDA<sub>GSW</sub> entspricht dem EBITDA<sub>GSW</sub> nach Bereinigung um die Aufwendungen für Kapitalmaßnahmen, Restrukturierungsaufwendungen, Projektaufwendungen, LTIP (Vergütungskomponenten mit langfristigen Anreizvereinbarungen für Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder aufgrund Vereinbarung mit Altgesellschaftern im Rahmen des Börsengangs), Akquisitionsaufwendungen für Immobilienerwerbe in Form von asset deals oder share deals und Gewinne/Verluste aus dem Abgang von Anteilen, Sachanlagen und immateriellen Vermögenswerten.
- (5) Funds from Operations I: Die GSW Immobilien AG berechnet den FFO I, indem sie das bereinigte EBITDA<sub>GSW</sub> für den jeweiligen Zeitraum weiterhin bereinigt um Cashflow Nettozinsen, das Ergebnis aus anderen Finanzanlagen und laufenden Cashflow Nettosteuern.
- (6) Adjusted Funds From Operations: Der AFFO umfasst den FFO I abzüglich kapitalisierter Aufwendungen für Instandhaltung und Modernisierung.
- (7) Die GSW Immobilien AG berechnet den FFO II, indem das Ergebnis aus der Veräußerung von als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien zum FFO I für den jeweiligen Zeitraum addiert wird.
- (8) Loan-to-Value: Der LTV<sub>GSW</sub> entspricht dem Verhältnis der Finanzverbindlichkeiten abzüglich flüssiger Mittel zu der Summe der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien

und zur Veräußerung vorgesehenen Vermögenswerte.

- (9) Net Asset Value: Der EPRA NAV<sub>GSW</sub> wird verwendet, um den langfristigen Fair Value des Eigenkapitals zu betonen und wird auf Grundlage des Nettoeigenvermögens berechnet. Positionen, die keinen Einfluss auf die langfristige Entwicklung des Konzerns haben, wie der Fair Value von Derivaten und latente Steuern, werden insofern herausgerechnet.
- (10) Die durchschnittliche Ist-Netto-Kaltniete entspricht der gesamten Nettokaltniete der vermieteten Wohneinheiten, d.h. ausgenommen Neben- und Heizkosten, zum 31. Dezember des jeweiligen Geschäftsjahres.
- (11) Die Leerstandsrate entspricht der Gesamtanzahl an Wohneinheiten, die im Eigentum der GSW Immobilien AG stehen und nicht vermietet sind, geteilt durch die Anzahl von Wohneinheiten, die zum 31. Dezember des jeweiligen Geschäftsjahres zur Vermietung zur Verfügung standen.

Im Geschäftsjahr 2013 erhöhte sich der FFO I<sup>1</sup> gegenüber dem Vorjahr um EUR 10,9 Mio. auf EUR 75,1 Mio. (2012: EUR 64,2 Mio.). Der Anstieg beruht im Wesentlichen auf dem gegenüber dem Vorjahr um EUR 16,4 Mio. auf EUR 147,6 Mio. (2012: EUR 131,2 Mio.) gestiegenen bereinigten EBITDA<sup>2</sup>, das wiederum im Wesentlichen das höhere Vermietungsergebnis aus dem Vorjahr widerspiegelt.

Der LTV<sup>3</sup> verringerte sich im Geschäftsjahr 2013 um 3,1 Prozentpunkte auf 50,7 % (2012: 53,8 %). Die Verringerung des Verschuldungsgrads ergab sich aus einem Anstieg des Immobilienvermögens im Vergleich zu einer leicht verminderten Nettoverschuldung. Die Verringerung der Verschuldung resultierte wesentlich aus der Wandlung des von der Deutsche Wohnen AG erworbenen Teils der GSW-Wandelschuldverschreibungen mit einem Nominalbetrag von ca. EUR 181 Mio. durch den Anleihegläubiger Deutsche Wohnen AG.

### 1.11.3 Ausblick

Der Vorstand GSW erwartet einen Anstieg des Vermietungsergebnisses auf eine Spanne zwischen EUR 187 Mio. und EUR 192 Mio. für das Geschäftsjahr 2014. Dazu werden vor allem die Immobilienankäufe aus dem Geschäftsjahr 2013 beitragen, die erstmals ganzjährig in das Ergebnis der GSW Immobilien AG eingehen. Darüber hinaus erwartet der Vorstand GSW ein anhaltend positives Branchenumfeld im Jahr 2014, welches sich in einer weiterhin hohen Wohnungsnachfrage niederschlagen wird. Dies sollte sich positiv auf die Pläne der GSW Immobilien AG zur weiteren Reduktion des Leerstands und der Umsetzung der Mieterhöhungsspielräume auswirken.

In Bezug auf das Zinsergebnis geht der Vorstand GSW aufgrund des angestiegenen Finanzierungsvolumens durch die Ankäufe in den letzten Geschäftsjahren von einem niedrigeren Zinsergebnis in Höhe von EUR 80 Mio. bis EUR 85 Mio. aus.

---

<sup>1</sup> Vgl. Definition in diesem Abschnitt.  
<sup>2</sup> Vgl. Definition in diesem Abschnitt.  
<sup>3</sup> Vgl. Definition in diesem Abschnitt.

Für die Kennzahl FFO I<sup>1</sup> erwartet der Vorstand GSW im Geschäftsjahr 2014 einen Wert von mindestens EUR 80 Mio., wobei die Synergien aus der Übernahme durch die Deutsche Wohnen AG noch nicht vollständig berücksichtigt sind. Die Kennzahl LTV<sup>2</sup> wird nach den Erwartungen des Vorstands GSW bei rund 50 % liegen, da keine weiteren Refinanzierungsmaßnahmen anstehen und eine stabile Immobilienbewertung erwartet wird. Unter Zugrundelegung eines stabilen operativen Geschäfts und eines steigenden Konzernjahresüberschusses geht der Vorstand GSW von einem leichten Anstieg der Kennzahl EPRA NAV<sup>3</sup> aus.

## 2. Deutsche Wohnen AG

### 2.1 Überblick

Die Deutsche Wohnen AG ist ein börsennotiertes Unternehmen mit Sitz in Frankfurt am Main. Die Deutsche Wohnen AG ist Obergesellschaft des aus der Deutsche Wohnen AG und ihren Tochtergesellschaften bestehenden Deutsche Wohnen Konzerns („**Deutsche Wohnen Konzern**“). Der Deutsche Wohnen Konzern gliedert sein Geschäft in die Geschäftssegmente Wohnungsbewirtschaftung, Verkauf sowie Pflege und Betreutes Wohnen. Das Geschäftssegment Wohnungsbewirtschaftung ist Kern und Schwerpunkt ihres Geschäfts. Es umfasst alle Tätigkeiten im Zusammenhang mit der Bewirtschaftung und Verwaltung von Wohnimmobilien, dem Management der Mietverträge und der Betreuung der Mieter. Zum Geschäftssegment Verkauf gehören alle Tätigkeiten des Verkaufs von Wohneinheiten, Gebäuden und Grundstücken. Im Geschäftssegment Pflege und Betreutes Wohnen bewirtschaftet und vermarktet der Deutsche Wohnen Konzern ganz überwiegend im Eigentum der Konzerngesellschaften stehende Pflege- und Wohnimmobilien für Senioren unter der Marke KATHARINENHOF<sup>®</sup>.

Der Deutsche Wohnen Konzern beschäftigte zum 31. Dezember 2013 insgesamt 2.422 Mitarbeiter (ohne Auszubildende).

Nach der gemäß IFRS erstellten Konzernbilanz zum 31. Dezember 2013 betrug die Bilanzsumme des Deutsche Wohnen Konzerns rund EUR 10.173,1 Mio. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern nach der IFRS Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung für den Zeitraum vom 1. Januar bis zum 31. Dezember 2013 belief sich auf rund EUR 348,7 Mio., das Konzernergebnis auf rund EUR 212,7 Mio.

Die Internetseiten der Deutsche Wohnen AG sind unter <http://www.deutsche-wohnen.com> abrufbar.

---

<sup>1</sup> Vgl. Definition in Abschnitt B.1.11.2.

<sup>2</sup> Vgl. Definition in Abschnitt B.1.11.2.

<sup>3</sup> Vgl. Definition in Abschnitt B.1.11.2.

## 2.2 Unternehmensgeschichte und -entwicklung

- 1996** Gründung der Deutsche Wohnen AG als Kera Beteiligungs AG; reine Beteiligungsgesellschaft, zunächst nicht operativ tätig.
- 1998/99** Umfirmierung der Gesellschaft in „Deutsche Wohnen AG“ und Aufnahme der operativen Geschäftstätigkeit als Tochtergesellschaft im Deutsche Bank Konzern.
- 1999** Börseneinführung der Aktien der Deutsche Wohnen AG im geregelten Markt der Börse Luxemburg.
- 2006** Bilanzielle Entflechtung der Deutsche Wohnen AG aus dem Deutsche Bank-Konzern.
- Einführung sämtlicher Aktien der Deutsche Wohnen AG in den amtlichen Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse.
- 2007** Erwerb der GEHAG-Gruppe mit rund 27.000 Wohneinheiten in Berlin und Brandenburg, mehreren Senioren- und Pflegeheimen sowie eines Telekommunikationsdienstleisters mit rund 80.000 privaten Anschlüssen.
- Michael Zahn übernimmt das Amt des Vorstandsvorsitzenden.
- 2008** Integration der GEHAG-Gruppe in die Deutsche Wohnen AG durch Schaffung einer neuen, wettbewerbsstarken Organisationsstruktur und Neuausrichtung des Immobilienportfolios auf die Bewirtschaftung von Immobilien in den strategischen Kern- und Wachstumsregionen Berlin und Rhein-Main.
- In diesem Zusammenhang Abverkauf von regional und produktspezifisch nicht zum Kernbestand gehörenden Wohnungsbeständen in Höhe von 1.169 Wohnungen sowie Verkauf des Geschäftssegments Telekommunikation (AKF-Gruppe).
- 2009** Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen zur Reduzierung des Verschuldungsgrades und zur Finanzierung weiterer Akquisitionen.
- 2010** Aufnahme der Aktien der Deutsche Wohnen AG in den MDAX-Index der Frankfurter Wertpapierbörse.
- 2011** Erwerb von rund 6.100 Wohneinheiten in Berlin, dem Rhein-Main-Gebiet, dem nördlichen Rheintal und dem südlichen Rheintal.
- Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen.
- 2012** Erwerb der Anteile an der BauBeCon-Gruppe mit rund 23.400 Wohneinheiten. Die geographischen Schwerpunkte des Portfolios bilden urbane Ballungszentren mit einem Anteil von knapp 82 % (über 19.000 Wohneinheiten); davon liegen im Großraum der Metropolen Hannover/Braunschweig/Magdeburg knapp 40 % der Wohneinheiten, im Großraum Berlin knapp 30 %. Teilweise Refinanzierung der Akquisition durch eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen.
- 2013** Kapitalerhöhung gegen Bareinlage.
- Erwerb von rund 7.800 Wohneinheiten im Großraum Berlin.
- Erwerb von 91,05 % der GSW Immobilien AG Aktien (bezogen auf das damalige Grundkapital) im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots.
- Platzierung und Ausgabe einer Wandelschuldverschreibung mit einem

Gesamtnennbetrag in Höhe von EUR 250 Mio.

Erwerb von Wandelschuldverschreibungen der GSW Immobilien AG in einem Gesamtnennbetrag von ca. EUR 181 Mio. und nach Vollzug des Übernahmeangebots Erwerb weiterer GSW Aktien durch Ausübung von Wandlungsrechten aus den Wandelschuldverschreibungen (dadurch Erwerb von 92,02% der GSW Aktien durch Deutsche Wohnen AG)

## **2.3 Gesellschaftssitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand**

Die Deutsche Wohnen AG ist eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht mit Sitz in Frankfurt am Main. Die Geschäftsanschrift lautet Pfaffenwiese 300, 65929 Frankfurt am Main. Die Hauptniederlassung befindet sich in 14197 Berlin, Mecklenburgische Straße 57. Die Deutsche Wohnen AG ist im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 42388 eingetragen.

Das Geschäftsjahr der Deutsche Wohnen AG entspricht seit dem 1. Januar 2007 dem Kalenderjahr.

Gegenstand des Unternehmens der Deutsche Wohnen AG ist gemäß § 2 der Satzung der Deutsche Wohnen AG („**Deutsche Wohnen Satzung**“) der Erwerb, die Verwaltung, Vermietung und Bewirtschaftung sowie der Verkauf von Wohnimmobilien, Pflegeeinrichtungen und sonstigen Immobilien. Die Gesellschaft kann Immobilien errichten, sanieren oder modernisieren und Dienstleistungen erbringen, und sie kann Kooperationen jedweder Form eingehen. Die Deutsche Wohnen AG kann ihren Unternehmensgegenstand selbst oder durch Tochter- und Beteiligungsunternehmen verwirklichen, sofern der Gegenstand des jeweiligen Unternehmens ganz oder teilweise den Geschäftsfeldern der Gesellschaft entspricht. Die Gesellschaft ist darüber hinaus berechtigt, solche Unternehmen zu gründen oder zu erwerben. Sie ist berechtigt, Tochtergesellschaften gemeinschaftlich zu führen oder sich auf die Verwaltung ihrer Beteiligungen zu beschränken, und sie ist berechtigt, über Beteiligungen zu verfügen. Die Gesellschaft ist zur Durchführung aller Maßnahmen berechtigt, die mit dem Unternehmensgegenstand zusammenhängen oder ihm unmittelbar oder mittelbar zu dienen bestimmt sind.

## **2.4 Organe und Mitarbeiter**

### **2.4.1 Vorstand**

Der Vorstand der Deutsche Wohnen AG besteht gemäß § 5 Abs. 1 der Deutsche Wohnen Satzung aus mindestens zwei Mitgliedern. Im Übrigen bestimmt der Aufsichtsrat die Zahl der Vorstandsmitglieder. Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts besteht der Vorstand der Deutsche Wohnen AG aus folgenden Personen:

- Michael Zahn (Vorsitzender des Vorstands)

- Andreas Segal
- Lars Wittan

Gemäß § 5 Abs. 3 der Deutsche Wohnen Satzung wird die Gesellschaft durch zwei Vorstandsmitglieder oder durch ein Vorstandsmitglied gemeinschaftlich mit einem Prokuristen vertreten. Der Aufsichtsrat kann bestimmen, dass alle oder einzelne Vorstandsmitglieder die Gesellschaft einzeln vertreten können. Er kann auch alle oder einzelne Vorstandsmitglieder und zur gesetzlichen Vertretung gemeinsam mit einem Vorstandsmitglied berechnigte Prokuristen generell oder für den Einzelfall vom Verbot der Mehrfachvertretung gemäß § 181 2. Alt. BGB befreien.

#### **2.4.2 Aufsichtsrat**

Der Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen AG besteht gemäß § 6 Abs. 1 der Deutsche Wohnen Satzung aus sechs Mitgliedern. Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung des Vertragsberichts besteht der Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen AG aus folgenden Personen:

- Uwe E. Flach (Vorsitzender des Aufsichtsrats)
- Dr. Andreas Kretschmer (Stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats)
- Dr. h.c. Wolfgang Clement
- Matthias Hünlein
- Dr. Michael Leinwand
- Dr. Florian Stetter

#### **2.4.3 Mitarbeiter und Mitbestimmung**

Der Deutsche Wohnen Konzern beschäftigte zum 31. Dezember 2013 2.422 Mitarbeiter (ohne Auszubildende).

Der Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen AG unterliegt derzeit nicht der unternehmerischen Mitbestimmung.

### **2.5 Grundkapital, Börsenhandel, Aktionäre**

#### **2.5.1 Grundkapital**

Das Grundkapital der Deutsche Wohnen AG beträgt zum 30. April 2014 EUR 286.216.731,00. Es ist eingeteilt in 286.216.731 Stammaktien ohne Nennbetrag (Stückaktien) mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie.

Die Aktien der Gesellschaft sind Namens- oder Inhaberaktien. Die Aktien der Gesellschaft lauten (Stand: 10. März 2014) zum weitaus größten Teil (ca. 99,971 %) auf den Inhaber und zu einem geringen Teil (ca. 0,029 %) auf den Namen. Die Inhaber von Namensaktien können in regelmäßigen Abständen ihre Namensaktien in Inhaberaktien umwandeln. Vorstand und Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen AG schlagen in der ordentlichen Hauptversammlung am 11. Juni 2014 zur Beschlussfassung vor, die Namensaktien, soweit diese nicht bereits durch ihre Inhaber in Inhaberaktien umgewandelt wurden, in Inhaberaktien umzuwandeln.

## **2.5.2 Genehmigtes Kapital**

Das genehmigte Kapital der Gesellschaft beträgt zum 30. April 2014 EUR 80.378.000,00.

Gemäß § 4a Abs. 1 der Deutsche Wohnen Satzung ist der Vorstand ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der Gesellschaft in der Zeit bis zum 27. Mai 2018 um bis zu EUR 80.378.000,00 einmalig oder mehrmals durch Ausgabe von bis zu 80.378.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen zu erhöhen („Genehmigtes Kapital 2013“).

Den Aktionären ist grundsätzlich ein Bezugsrecht einzuräumen. Die Aktien können dabei nach § 186 Abs. 5 AktG auch von einem oder mehreren Kreditinstitut(en) mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den Aktionären der Gesellschaft zum Bezug anzubieten (sogenanntes „mittelbares Bezugsrecht“). Der Vorstand ist jedoch ermächtigt, das Bezugsrecht der Aktionäre mit Zustimmung des Aufsichtsrats für eine oder mehrere Kapitalerhöhungen im Rahmen des genehmigten Kapitals auszuschließen,

- um Spitzenbeträge vom Bezugsrecht auszunehmen;
- soweit es erforderlich ist, um Inhabern von Wandlungs- bzw. Optionsrechten bzw. Gläubigern von mit Wandlungspflichten ausgestatteten Wandelschuldverschreibungen, die von der Gesellschaft oder einer hundertprozentigen unmittelbaren oder mittelbaren Beteiligungsgesellschaft ausgegeben wurden oder noch werden, ein Bezugsrecht auf neue auf den Inhaber lautende Stückaktien der Gesellschaft in dem Umfang zu gewähren, wie es ihnen nach Ausübung der Options- oder Wandlungsrechte bzw. nach Erfüllung von Wandlungspflichten als Aktionär zustünde;
- zur Ausgabe von Aktien gegen Bareinlagen, wenn der Ausgabebetrag der neuen Aktien den Börsenpreis der bereits börsennotierten Aktien gleicher Gattung und Ausstattung im Zeitpunkt der endgültigen Festlegung des Ausgabebetrags nicht wesentlich im Sinne der §§ 203 Abs. 1 und 2, 186 Abs. 3 Satz 4 AktG unterschreitet und der auf die unter Ausschluss des Bezugsrechts gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG ausgegebenen neuen Aktien

entfallende anteilige Betrag des Grundkapitals insgesamt 10 % des Grundkapitals nicht überschreitet, und zwar weder im Zeitpunkt des Wirksamwerdens noch im Zeitpunkt der Ausübung dieser Ermächtigung. Auf diese Zahl sind Aktien anzurechnen, die während der Laufzeit dieser Ermächtigung bis zum Zeitpunkt ihrer Ausnutzung zur Bedienung von Options- oder Wandelschuldverschreibungen oder Genussrechten mit Wandlungs- oder Optionsrecht ausgegeben wurden oder auszugeben sind, sofern diese Schuldverschreibungen in entsprechender Anwendung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG unter Ausschluss des Bezugsrechts ausgegeben wurden. Auf die Höchstgrenze von 10 % des Grundkapitals sind ferner diejenigen eigenen Aktien der Gesellschaft anzurechnen, die während der Laufzeit des genehmigten Kapitals unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 Halbsatz 2 in Verbindung mit § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG veräußert werden;

- zur Ausgabe von Aktien gegen Sacheinlagen insbesondere – aber ohne Beschränkung hierauf – zum Zwecke des (auch mittelbaren) Erwerbs von Unternehmen, Unternehmensteilen, Beteiligungen an Unternehmen oder von sonstigen Vermögensgegenständen (insbesondere Immobilienportfolios bzw. Anteile an Immobilienunternehmen) oder zur Bedienung von Wandel- und Optionsschuldverschreibungen sowie Genussrechten mit Wandlungs- oder Optionsrecht oder einer Kombination dieser Instrumente, die gegen Sachleistungen ausgegeben werden.

Die in den vorstehenden Absätzen enthaltenen Ermächtigungen zum Bezugsrechtsausschluss bei Kapitalerhöhungen gegen Bar- und/oder Sacheinlagen sind insgesamt auf einen Betrag, der 20 % des Grundkapitals nicht überschreitet, und zwar weder im Zeitpunkt des Wirksamwerdens dieser Ermächtigung noch im Zeitpunkt der Ausnutzung dieser Ermächtigung, beschränkt. Auf die vorgenannte 20 %-Grenze sind darüber hinaus auch eigene Aktien anzurechnen, die während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts veräußert werden, sowie diejenigen Aktien, die zur Bedienung von Schuldverschreibungen (einschließlich Genussrechten) mit Wandlungs- oder Optionsrechten bzw. einer Wandlungspflicht (bzw. einer Kombination dieser Instrumente) ausgegeben werden, sofern die Schuldverschreibungen bzw. Genussrechte aufgrund der Ermächtigung unter Tagesordnungspunkt 8 der Hauptversammlung vom 28. Mai 2013 unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre ausgegeben worden sind.

Der Vorstand ist ferner ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats den weiteren Inhalt der Aktienrechte und die Bedingungen der Aktienaussgabe festzulegen.

Die Deutsche Wohnen AG hat, wie näher unter Abschnitt B.2.6 ausgeführt, am 19. November 2013 eine Wandelschuldverschreibung in einem Gesamtnennbetrag in Höhe von EUR 250.000.000,00 unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre

der Deutsche Wohnen AG gemäß § 221 Abs. 4 S. 2 AktG in Verbindung mit § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG begeben, die in Teilschuldverschreibungen mit einem Nominalbetrag von je EUR 100.000,00 eingeteilt ist („**DWAG-Wandelschuldverschreibungen**“). Die zur Bedienung der DWAG-Wandelschuldverschreibungen auszugebenden Aktien sind auf die im Vorangegangenen beschriebene 10 %-Grenze anzurechnen, die dadurch annähernd ausgeschöpft ist.

Vor diesem Hintergrund werden der Deutsche Wohnen Vorstand und Aufsichtsrat der ordentlichen Hauptversammlung am 11. Juni 2014 die Beschlussfassung über die Aufhebung des alten und die Schaffung eines neuen genehmigten Kapitals sowie die Ermächtigung des Vorstands zum Bezugsrechtsausschluss unter anderem nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG vorschlagen.

### **2.5.3 Bedingte Kapitalia sowie Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen**

- (i) Bedingtes Kapital 2013 und Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen

Zum 30. April 2014 verfügt die Deutsche Wohnen AG über ein bedingtes Kapital sowie eine Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen:

- (a) Bedingtes Kapital 2013

Gemäß § 4b Abs. 1 der Deutsche Wohnen Satzung ist das Grundkapital um bis zu EUR 24.113.286,00 durch Ausgabe von bis zu 24.113.286 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit Gewinnberechtigung bedingt erhöht (Bedingtes Kapital 2013).

Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur insoweit durchgeführt, wie die Inhaber von Wandlungs- oder Optionsrechten aus Schuldverschreibungen oder Genussrechten mit Wandlungs- oder Optionsrecht (bzw. einer Kombination dieser Instrumente), die die Deutsche Wohnen AG oder abhängige oder im Mehrheitsbesitz der Gesellschaft stehende Unternehmen aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 28. Mai 2013 ausgegeben haben, ihre Wandlungs- oder Optionsrechte ausüben oder Wandlungspflichten aus solchen Schuldverschreibungen erfüllt werden und soweit die Wandlungs- oder Optionsrechte bzw. Wandlungspflichten nicht durch eigene Aktien, durch Aktien aus genehmigtem Kapital oder durch andere Leistungen bedient werden.

Die neuen Aktien nehmen von dem Beginn des Geschäftsjahres, in dem sie durch Ausübung von Wandlungs- bzw. Optionsrechten oder durch die Erfüllung von Wandlungspflichten entstehen, am Gewinn teil; abweichend hiervon kann der Vorstand, sofern rechtlich zulässig, mit Zustimmung des Aufsichtsrats festlegen, dass die neuen Aktien vom Beginn des Geschäftsjahres an, für das im Zeitpunkt der Ausübung von Wandlungs- bzw. Optionsrechten oder der Erfüllung von Wandlungspflichten noch kein Beschluss der Hauptversammlung über die Verwendung des Bilanzgewinns gefasst worden ist, am Gewinn teil.

Der Vorstand ist ermächtigt, die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung festzusetzen.

Ursprünglich hatte das Bedingte Kapital 2013 einen Umfang von EUR 40.189.000,00. Dieser Umfang hat sich infolge der Ausgabe der DWAG-Wandelschuldverschreibungen auf EUR 24.113.286,00 reduziert, da die DWAG-Wandelschuldverschreibungen unter anderem mit bis zu 16.075.714 neuen auf den Inhaber lautenden Stückaktien der Deutsche Wohnen AG auf der Basis des Bedingten Kapitals 2013 unterlegt wurden.

Vor diesem Hintergrund werden der Deutsche Wohnen Vorstand und der Aufsichtsrat der ordentlichen Hauptversammlung am 11. Juni 2014 die Beschlussfassung über die teilweise Aufhebung des alten und die Schaffung eines neuen bedingten Kapitals vorschlagen („**Bedingtes Kapital 2014/I**“).

- (b) Ermächtigung zur Ausgabe von Wandel- und Optionsschuldverschreibungen

Durch Beschluss der ordentlichen Hauptversammlung der Deutsche Wohnen AG vom 28. Mai 2013 (im Handelsregister eingetragen am 9. Juli 2013) wurde der Vorstand ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats bis zum 27. Mai 2018 einmalig oder mehrmals auf den Inhaber oder Namen lautende Wandel- und/oder Optionsschuldverschreibungen und/oder Genussrechte mit Options- oder Wandlungsrecht (bzw. eine Kombination dieser Instrumente) (nachstehend gemeinsam „Schuldverschreibungen“) im Nennbetrag von bis zu EUR 850.000.000,00 zu begeben und den Gläubigern von Schuldverschreibungen Wandlungs- bzw. Optionsrechte auf Aktien der Gesellschaft mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von bis zu EUR 40.189.000,00 nach näherer Maßgabe der jeweiligen Options- bzw. Wandelanleihebedingungen bzw.

Genussrechtsbedingungen zu gewähren. Die Schuldverschreibungen können auch durch von der Gesellschaft abhängige oder im Mehrheitsbesitz der Gesellschaft stehende Unternehmen begeben werden; in diesem Fall wird der Vorstand ermächtigt, für die Gesellschaft die Garantie für die Schuldverschreibungen zu übernehmen und den Gläubigern solcher Schuldverschreibungen Wandlungs- bzw. Optionsrechte auf Aktien der Gesellschaft zu gewähren.

Den Aktionären ist grundsätzlich ein Bezugsrecht auf die Schuldverschreibungen einzuräumen. Die Schuldverschreibungen können auch von einem oder mehreren Kreditinstitut(en) mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den Aktionären mittelbar im Sinne von § 186 Abs. 5 AktG zum Bezug anzubieten. Der Vorstand wird jedoch ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Bezugsrecht der Aktionäre auf die Schuldverschreibungen auszuschließen,

- um Spitzenbeträge vom Bezugsrecht auszunehmen;
- soweit es erforderlich ist, um Inhabern von Wandlungs- bzw. Optionsrechten bzw. Gläubigern von mit Wandlungspflichten ausgestatteten Wandelschuldverschreibungen und/oder Wandelgenussrechten, die von der Gesellschaft oder einer hundertprozentigen unmittelbaren oder mittelbaren Beteiligungsgesellschaft ausgegeben wurden oder noch werden, ein Bezugsrecht in dem Umfang zu gewähren, wie es ihnen nach Ausübung der Options- oder Wandlungsrechte bzw. nach Erfüllung von Wandlungspflichten als Aktionär zustünde;
- sofern sie gegen Barleistung ausgegeben werden und der Ausgabepreis den nach anerkannten finanzmathematischen Methoden ermittelten theoretischen Wert der Teilschuldverschreibungen nicht wesentlich im Sinne der §§ 221 Abs. 4 Satz 2, 186 Abs. 3 Satz 4 AktG unterschreitet. Diese Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss gilt jedoch nur für Schuldverschreibungen mit Rechten auf Aktien, auf die ein anteiliger Betrag des Grundkapitals von insgesamt nicht mehr als 10 % des Grundkapitals entfällt, und zwar weder im Zeitpunkt des Wirksamwerdens noch im Zeitpunkt der Ausübung dieser Ermächtigung. Auf diese Begrenzung ist die Veräußerung eigener Aktien anzurechnen, sofern sie während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss

des Bezugsrechts gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 Halbsatz 2 in Verbindung mit § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG erfolgt. Ferner sind auf diese Begrenzung diejenigen Aktien anzurechnen, die während der Laufzeit dieser Ermächtigung aus genehmigtem Kapital unter Ausschluss des Bezugsrechts gemäß § 203 Abs. 2 Satz 2 in Verbindung mit § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG ausgegeben werden;

- soweit sie gegen Sachleistung ausgegeben werden, sofern der Wert der Sachleistung in einem angemessenen Verhältnis zu dem nach vorstehendem Absatz zu ermittelnden Marktwert der Schuldverschreibungen steht.

Bei einem Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre muss der festzusetzende Wandlungs- bzw. Optionspreis für eine Aktie weiterhin mindestens 80 % des durchschnittlichen Schlusskurses der Aktie der Deutsche Wohnen AG im XETRA-Handel (oder einem entsprechenden Nachfolgesystem) an den zehn Börsenhandelstagen in Frankfurt am Main vor dem Tag der Beschlussfassung durch den Vorstand über die Begebung der Schuldverschreibungen betragen.

Der Vorstand ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats im Rahmen der Ermächtigung der Hauptversammlung die weiteren Bedingungen der Schuldverschreibungen der Deutsche Wohnen AG festzusetzen.

Infolge der Ausgabe der DWAG-Wandelschuldverschreibungen wurde die vorstehend beschriebene Ermächtigung in Höhe von EUR 250.000.000,00 ausgenutzt und erlaubt nunmehr Schuldverschreibungen im Nennbetrag von bis zu EUR 600.000.000,00 zu begeben. Die DWAG-Wandelschuldverschreibungen wurden, wie in der Ermächtigung vorgesehen, unter (vereinfachtem) Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre nach § 221 Abs. 4 Satz 2 AktG in Verbindung mit § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG begeben. Diese Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen unter vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss wurde annähernd ausgeschöpft.

Vor diesem Hintergrund werden der Deutsche Wohnen Vorstand und der Aufsichtsrat der ordentliche Hauptversammlung am 11. Juni 2014 die teilweise Aufhebung der alten und die die Schaffung einer neuen Ermächtigung des Vorstands zur Ausgabe von Schuldverschreibungen sowie zum Bezugsrechtsausschluss unter anderem nach § 221 Abs. 4 Satz 2 AktG in Verbindung mit § 186

- (ii) Bedingtes Kapital 2014/II und sonstige Beschlussvorschläge in Bezug auf die Kapitalausstattung der Deutsche Wohnen AG

Außer dem Bedingten Kapitals 2014/I und der Schuldverschreibungsermächtigung 2014 werden der Vorstand Deutsche Wohnen und der Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen AG der Hauptversammlung vorschlagen, über ein weiteres bedingtes Kapital zu beschließen, das der Schaffung derjenigen Aktien dient, die unter dem Beherrschungsvertrag den außenstehenden GSW Aktionären als Abfindung im Tausch gegen ihre GSW Aktien angeboten werden („**Bedingtes Kapital 2014/II**“).

Der Vorstand Deutsche Wohnen und der Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen AG werden der Hauptversammlung am 11. Juni 2014 im Wesentlichen folgende Beschlussfassung vorschlagen:

Das Grundkapital der Gesellschaft wird um bis zu Euro 15.000.000,00 durch Ausgabe von bis zu 15.000.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien bedingt erhöht. Die bedingte Kapitalerhöhung dient dem Zweck der Gewährung einer Abfindung in Aktien der Deutsche Wohnen AG an die außenstehenden GSW Aktionäre gemäß den Bestimmungen des Beherrschungsvertrags zu dem in Ziffer 5.1 des Beherrschungsvertrags bestimmten bzw. einem gemäß Ziffer 5.4 oder Ziffer 5.5 des Beherrschungsvertrags angepassten Umtauschverhältnis. Soweit nach Maßgabe von Ziffer 5.2 des Beherrschungsvertrags erforderlich, erfolgt ein Ausgleich von Aktienteilrechten in bar durch die Deutsche Wohnen AG.

Für den Fall, dass GSW Aktionäre 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 AG tauschen, so werden ihnen – soweit rechtlich und tatsächlich möglich – jeweils Aktien der Deutsche Wohnen AG gewährt, die von dem Beginn des letzten abgelaufenen Geschäftsjahrs vor ihrer Entstehung am Gewinn teilnehmen. Für den Fall, dass GSW Aktionäre 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 AG 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 AG gewährt, die von dem Beginn des Geschäftsjahrs an, in dem sie entstehen, am Gewinn teilnehmen.

Die Ausgabe der neuen Aktien erfolgt gegen Übertragung von GSW Aktien durch die außenstehenden GSW Aktionäre an die Deutsche Wohnen AG. Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur insoweit durchgeführt, wie die außenstehenden GSW Aktionäre von ihrem Abfindungsrecht Gebrauch machen. Der Vorstand wird ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Kapitalerhöhung und ihrer Durchführung festzusetzen.

Daneben werden der Vorstand Deutsche Wohnen und der Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen AG der Hauptversammlung vorschlagen, ein weiteres bedingtes Kapital zu beschließen, das ausschließlich dem Zweck der Gewährung von Aktienoptionen an Mitglieder des Vorstands der Gesellschaft und an ausgewählte Führungskräfte der Gesellschaft und verbundener Unternehmen dient. Schließlich werden der Vorstand Deutsche Wohnen und der Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen AG der Hauptversammlung die Beschlussfassung über eine Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien und zu deren Verwendung, einschließlich der Ermächtigung zur Einziehung erworbener eigener Aktien, sowie zur Kapitalherabsetzung vorschlagen.

## 2.6 Wandelschuldverschreibung 2013 der Deutsche Wohnen AG

Die Deutsche Wohnen AG hat am 19. November 2013 eine Wandelschuldverschreibung (ISIN: DE000A1YCR02/ WKN: A1YCR0) im Gesamtnennbetrag von EUR 250 Mio., eingeteilt in untereinander gleichrangige auf den Inhaber lautende Teilschuldverschreibungen im Nennbetrag von jeweils EUR 100.000,00 mit einer Laufzeit von 7 Jahren und einer jährlichen Verzinsung von 0,5 % auf ihren Nennbetrag unter Bezugsrechtsausschluss ausgegeben. Die DWAG-Wandelschuldverschreibungen werden am 22. November 2020 fällig und bei Endfälligkeit zum Nennbetrag zurückgezahlt, sofern sie nicht zuvor gewandelt, zurückgekauft oder zurückbezahlt wurde. Der anfängliche Wandlungspreis beträgt 130 % des maßgeblichen Referenzkurses bzw. EUR 18,7538 je Aktie.

## 2.7 Aktionäre

Ausweislich der bis zum Tag vor der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts eingegangenen Stimmrechtsmitteilungen waren folgende Aktionäre an der Deutsche Wohnen AG (direkt oder indirekt) mit 3 % oder mehr beteiligt:

<b>Aktionäre</b>	<b>Anteile</b>
Sun Life Financial Inc. <sup>1)</sup>	11,05 %
BlackRock, Inc. <sup>1)</sup>	8,83 %
Norges Bank (Central Bank of Norway) <sup>2)</sup>	5,48 %
Credit Suisse Group AG <sup>1) 2)</sup>	3,24 %
Summe .....	<b>28,60 %</b>

- 
- (1) zugerechnete Stimmrechte gemäß § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 in Verbindung mit § 22 Abs. 1 Satz 2 WpHG
- (2) zugerechnete Stimmrechte gemäß § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG

## **2.8 Börsenhandel**

Die Aktien der Deutsche Wohnen AG waren seit dem 14. Juli 2006 zum Börsenhandel im amtlichen Markt mit gleichzeitiger Zulassung zum Teilbereich des damals amtlichen Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen; seit dem 1. November 2007 ist der amtliche Markt mit dem damaligen geregelten Markt zum regulierten Markt zusammen gelegt. Seit dem 8. Dezember 2010 sind die Inhaberaktien der Deutsche Wohnen AG im MDAX® Index der Frankfurter Wertpapierbörse aufgenommen.

## **2.9 Struktur des Deutsche Wohnen Konzerns**

### **2.9.1 Operative und rechtliche Struktur**

Die Deutsche Wohnen AG ist Finanz- und Management-Holding für 112 mit ihr verbundene Konzerngesellschaften. Zu dem Aufgabenbereich der Deutsche Wohnen AG zählen insbesondere die strategische Unternehmensentwicklung, das Rechts- und Personalwesen, die Verhandlungsführung beim Erwerb von Immobilienportfolios, die Finanzierung des Deutsche Wohnen Konzerns, das Rechnungswesen, Controlling, IT und das Risikomanagement für ihre direkten und indirekten Tochtergesellschaften. Des Weiteren ist die Deutsche Wohnen AG für die Unternehmenskommunikation, das Marketing und Investor Relations verantwortlich. Das operative Geschäft wird ausschließlich von Tochtergesellschaften besorgt, die nach deutschem Recht gegründet wurden und ihren Sitz in der Bundesrepublik Deutschland haben. Das operative Geschäft ist unterteilt in die Segmente Wohnungsbewirtschaftung, Verkauf sowie Pflege und Betreutes Wohnen, die in den folgenden Gesellschaften organisiert sind:

- Die Deutsche Wohnen Management GmbH verantwortet die Bereiche Steuerung, Mietenmanagement, Forderungsmanagement sowie das Service Center.
- Die Deutsche Wohnen Construction and Facilities GmbH verantwortet das technische Projektmanagement sowie das Beschaffungs- und Beteiligungsmanagement.
- Die Deutsche Wohnen Immobilien Management GmbH ist verantwortlich für das bundesweite Netz der Service Points und Vermietungsbüros des Deutsche Wohnen Konzerns.

- In der Deutsche Wohnen Corporate Real Estate GmbH sind alle strategischen und operativen Verkaufsaktivitäten des Deutsche Wohnen Konzerns gebündelt.
- Die KATHARINENHOF® Seniorenwohn- und Pflegeanlage Betriebs-GmbH betreibt – teilweise durch Tochtergesellschaften – 21 Einrichtungen mit rund 2.200 Wohn- und Pflegeplätzen für ältere Menschen.

Die Wohnimmobilien des Deutsche Wohnen Konzerns werden von zahlreichen Asset-Gesellschaften gehalten, die ganz überwiegend nach deutschem Recht gegründet wurden und ihren Sitz in der Bundesrepublik Deutschland haben.

## **2.9.2 Beteiligungen**

Die Deutsche Wohnen AG hielt zum 31. Dezember 2013 112<sup>1</sup> unmittelbare und mittelbare Beteiligungen. Im Konzernabschluss 2013 wurden einschließlich der Deutsche Wohnen AG 98 Gesellschaften vollkonsolidiert.

Eine Aufstellung des Anteilsbesitzes der Deutsche Wohnen AG zum 31. Dezember 2013 gemäß § 285 Nr. 11 und Nr. 11a HGB findet sich in Anlage 1b zu diesem Vertragsbericht.

## **2.10 Überblick über die Geschäftstätigkeit**

Die Deutsche Wohnen AG ist nach eigener Einschätzung mit einer Marktkapitalisierung von rund EUR 4,4 Mrd. (XETRA-Schlusskurs am Tag vor der Unterzeichnung dieses gemeinsamen Vertragsberichts) eine der größten börsennotierten deutschen Immobilien-Aktiengesellschaften. Der Immobilienbestand des Deutsche Wohnen Konzerns umfasst zum 31. Dezember 2013 rund 152.400 Wohn- und Gewerbeeinheiten sowie Pflegeobjekte mit rund 2.200 Pflegeplätzen/Apartments mit einem beizulegenden Zeitwert („Fair Value“) von insgesamt rund EUR 9,0 Mrd. Im Rahmen der Geschäftsstrategie liegt der Fokus auf Wohn- und Pflegeimmobilien in wachstumstarken Metropolregionen Deutschlands wie im Großraum Berlin, in der Rhein-Main-Region mit Frankfurt am Main und im Rheinland mit Düsseldorf sowie in stabilen Ballungszentren wie Hannover/Braunschweig/Magdeburg. Das Geschäftssegment Wohnungsbewirtschaftung ist Kern und Schwerpunkt des Geschäfts des Deutsche Wohnen Konzerns. Es umfasst alle Tätigkeiten im Zusammenhang mit der Bewirtschaftung und Verwaltung von Wohnimmobilien, dem Management der Mietverträge und der Betreuung der Mieter.

---

<sup>1</sup> Gemäß Anteilsbesitzliste des Geschäftsbericht 2013 der Deutsche Wohnen AG zum 31. Dezember 2013 im Sinne von § 285 Nr. 11 u. Nr. 11a HGB.

## 2.11 Geschäftliche Entwicklung, Ergebnissituation und Vermögenslage, wesentliche Finanzdaten

Nach der gemäß IFRS erstellten Konzernbilanz zum 31. Dezember 2013 betrug die Bilanzsumme des Deutsche Wohnen Konzerns rund EUR 10.173,1 Mio. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern nach der IFRS Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung für den Zeitraum vom 1. Januar bis zum 31. Dezember 2013 belief sich auf rund EUR 348,7 Mio., das Periodenergebnis auf rund EUR 212,7 Mio.

Die nachfolgend dargestellten Finanzangaben sind den geprüften Konzernabschlüssen der Deutsche Wohnen AG für die jeweils am 31. Dezember 2011, 2012 und 2013 endenden Geschäftsjahre entnommen. Diese wurden gemäß IFRS erstellt. Soweit nicht anders angegeben, sind die genannten Werte kaufmännisch gerundet.

### 2.11.1 Geschäftliche Entwicklung im Geschäftsjahr 2013

#### (i) Ertragslage

<b>Deutsche Wohnen Konzern in Mio. EUR</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Veränderung</b>
Einnahmen aus der Wohnungsbewirtschaftung .....	240,1	372,9	55,3 %
Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung .....	(45,6)	(80,6)	76,8 %
<b>Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung .....</b>	<b>194,4</b>	<b>292,3</b>	<b>50,4 %</b>
Verkaufserlöse .....	167,8	169,6	1,1 %
Verkaufskosten .....	(11,8)	(10,3)	(12,7)%
Buchwertabgang .....	(136,1)	(136,3)	0,1 %
<b>Ergebnis aus Verkauf .....</b>	<b>19,9</b>	<b>23,0</b>	<b>15,6 %</b>
Erlöse aus Pflege und Betreutes Wohnen .....	42,0	59,9	42,6 %
Aufwendungen für Pflege und Betreutes Wohnen .....	(32,1)	(46,7)	45,5 %
<b>Ergebnis aus Pflege und Betreutes Wohnen .....</b>	<b>9,9</b>	<b>13,2</b>	<b>33,3 %</b>
Verwaltungskosten .....	(40,4)	(52,9)	30,9 %
Sonstige Aufwendungen/Erträge ..	12,7	(22,7)	n/a
<b>Zwischenergebnis .....</b>	<b>196,5</b>	<b>252,9</b>	<b>28,7 %</b>
Ergebnis aus der Fair Value- Anpassung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien .....	119,2	101,3	(15,0)%
Abschreibungen .....	(3,1)	(5,5)	77,4 %
<b>Ergebnis vor Steuern und Zinsen (EBIT) .....</b>	<b>312,6</b>	<b>348,7</b>	<b>11,5 %</b>
Finanzerträge .....	2,0	1,0	(50,0)%

<b>Deutsche Wohnen Konzern in Mio. EUR</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Veränderung</b>
Ergebnis aus der Marktwertanpassung derivativer Finanzinstrumente.....	(0,2)	10,6	n/a
Finanzaufwendungen .....	(108,7)	(142,4)	31,0 %
<b>Ergebnis vor Steuern .....</b>	<b>205,6</b>	<b>217,9</b>	<b>6,0 %</b>
Ertragsteuern .....	(60,1)	(5,2)	91,3 %
<b>Periodenergebnis.....</b>	<b>145,5</b>	<b>212,7</b>	<b>46,2 %</b>

**Erläuterung:**

Allgemeiner Hinweis: Die angegebene Kennzahl EBIT ist kein standardisierter Erfolgsindikator gemäß HGB oder IFRS. Ferner ist diese Kennzahl nicht notwendigerweise mit der Kennzahl der GSW Immobilien AG vergleichbar, die in selbiger oder unter einer ähnlichen Bezeichnung veröffentlicht bzw. in diesem gemeinsamen Vertragsbericht verwendet wird.

Im Geschäftsjahr 2013 erhöhte sich das Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung um EUR 97,9 Mio. auf EUR 292,3 Mio. (2012: EUR 194,4 Mio.), also um 50,4 %. Dies beruht im Wesentlichen auf den in 2012 getätigten Akquisitionen, die 2013 erstmals voll wirksam wurden, sowie den Akquisitionen in 2013, wobei das Ergebnis der GSW Immobilien AG nur für den Zeitraum ab dem Vollzug des Übernahmeangebots, also ab dem 27. November 2013, enthalten ist.

Das Ergebnis aus Verkauf stieg im Geschäftsjahr 2013 um EUR 3,1 Mio. auf EUR 23,0 Mio. (2012: EUR 19,9 Mio.), also um 15,6 %. Das Verkaufsergebnis beruht unter anderem auf den günstigen Rahmenbedingungen, namentlich darauf, dass Immobilien weiterhin als sichere Investition und Inflationsschutz gelten, und den anhaltend niedrigen Zinsen.

Außerdem erhöhte sich im Geschäftsjahr 2013 das Ergebnis aus Pflege und Betreutes Wohnen um EUR 3,3 Mio. auf EUR 13,2 Mio. (2012: EUR 9,9 Mio.), also um 33,3 %.

Die Verwaltungskosten erhöhten sich im Geschäftsjahr 2013 um EUR 12,5 Mio. auf EUR 52,9 Mio. (2012: EUR 40,4 Mio.), also um 30,9 %. Dabei enthalten die Verwaltungskosten 2013 einen Anteil des GSW Konzerns von ca. EUR 4,8 Mio. für Dezember 2013. Die Verwaltungskosten 2013 der Deutsche Wohnen AG ohne Berücksichtigung des GSW Konzerns belaufen sich auf ca. EUR 48,1 Mio.

Im Geschäftsjahr 2013 verringerte sich das Ergebnis aus der Fair Value-Anpassung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien um EUR 17,9 Mio. auf EUR 101,3 Mio. (2012: EUR 119,2 Mio.), also um 15,0 %.

Die Finanzaufwendungen erhöhten sich im Geschäftsjahr 2013 um EUR 33,6 Mio. auf EUR 142,4 Mio. (2012: EUR 108,8 Mio.), also um 31,0 %. Die Erhöhung der Finanzaufwendungen beruht im Wesentlichen auf einem Anstieg der laufenden Zinsaufwendungen um EUR 32,4 Mio., der wiederum Folge der getätigten Zukäufe ist.

Insgesamt erhöhte sich das Periodenergebnis im Geschäftsjahr 2013 um EUR 67,2 Mio. auf EUR 212,7 Mio. (2012: EUR 145,5 Mio.), also um 46,2 %. Die Deutsche Wohnen AG profitierte dabei von der starken Nachfrage nach Wohnraum in Ballungszentren und Metropolregionen, weil sie dadurch Mietsteigerungen realisieren und das Geschäftsfeld Verkauf forcieren konnte. Außerdem wirkten sich im Geschäftsjahr 2013 die Wertbeiträge der BauBeCon-Gruppe erstmals ganzjährig sowie die unterjährig in 2013 realisierten Akquisitionen aus.

Das Ergebnis des GSW Konzerns floss durch die Erstkonsolidierung zum 30. November 2013 mit einem Monat und einem anteiligen Ergebnis von EUR 3,7 Mio. in den Konzernabschluss der Deutsche Wohnen AG ein.

(ii) Vermögenslage

<b>Deutsche Wohnen Konzern in Mio. EUR</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Veränderung</b>
<b>Aktiva</b>			
<b>Langfristige Vermögenswerte ...</b>	<b>4.719,4</b>	<b>9.772,5</b>	<b>107,1 %</b>
davon:			
Als Finanzinvestition			
gehaltene Immobilien .....	4.614,6	8.937,1	93,7 %
Sachanlagen.....	20,3	26,8	32,0 %
Immaterielle Vermögenswerte ..	3,3	503,7	n/a
Derivate Finanzinstrumente .....	0	2,7	n/a
Sonstige langfristige Vermögenswerte .....	0,4	21,7	n/a
Aktive latente Steuern .....	80,7	280,5	247,6 %
<b>Kurzfristige Vermögenswerte ...</b>	<b>188,5</b>	<b>400,6</b>	<b>112,5 %</b>
davon:			
Zum Verkauf bestimmte			
Grundstücke und Gebäude.....	39,1	97,1	148,3 %
Andere Vorräte .....	3,2	3,3	3,1 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen.....	20,8	29,8	43,3 %
Forderungen aus Ertragsteuern .	1,2	2,6	116,7 %
Derivate Finanzinstrumente .....	0	0	–
Sonstige Vermögenswerte.....	9,1	13,8	51,6 %
Zahlungsmittel	90,6	196,4	116,8 %
<b>Zwischensumme kurzfristige   Vermögenswerte .....</b>	<b>164,0</b>	<b>343,0</b>	<b>109,1 %</b>
Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte...	24,4	57,5	135,7 %

<b>Deutsche Wohnen Konzern in Mio. EUR</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Veränderung</b>
<b>Summe Aktiva .....</b>	<b>4.907,8</b>	<b>10.173,1</b>	<b>107,3 %</b>
<b>Passiva</b>			
<b>Summe Eigenkapital .....</b>	<b>1.609,7</b>	<b>3.777,8</b>	<b>134,7 %</b>
Auf die Anteilseigner des Mutterunternehmens entfallendes Eigenkapital .....	146,1	286,2	95,9 %
Nicht beherrschende Anteile .....	0,3	166,5	n/a
<b>Summe langfristige Verbindlichkeiten .....</b>	<b>2.989,5</b>	<b>5.718,7</b>	<b>91,3 %</b>
davon:			
Langfristige			
Finanzverbindlichkeiten .....	2.634,3	4.903,3	86,1 %
Wandelschuldverschreibung .....	0	247,9	n/a
Pensionsverpflichtungen .....	54,5	55,3	1,5 %
Steuerschulden .....	36,5	27,9	(23,6) %
Derivative Finanzinstrumente ...	113,7	124,8	9,8 %
Sonstige Rückstellungen .....	7,1	6,5	8,5 %
Passive latente Steuern .....	143,3	353,1	146,4 %
<b>Summe kurzfristige Verbindlichkeiten .....</b>	<b>308,7</b>	<b>510,1</b>	<b>65,2 %</b>
davon:			
Kurzfristige			
Finanzverbindlichkeiten .....	134,4	251,3	87,0 %
Wandelschuldverschreibung .....	0	2,2	n/a
Verbindlichkeiten aus			
Lieferungen und Leistungen ....	72,0	120,6	67,5 %
Verbindlichkeiten gegenüber			
Fonds-Kommanditisten .....	5,1	4,0	(21,6) %
Sonstige Rückstellungen .....	7,3	9,8	34,2 %
Derivative Finanzinstrumente ...	38,8	34,5	(11,1) %
Steuerschulden .....	27,1	34,7	28,0 %
Sonstige Verbindlichkeiten .....	24,1	53,0	119,9 %
<b>Summe Passiva .....</b>	<b>4.907,8</b>	<b>10.173,1</b>	<b>107,3 %</b>

Im Übrigen wird auf die auf den Internetseiten der Deutsche Wohnen AG (<http://www.deutsche-wohnen.com> (dort im Bereich „Investor Relations“ > „Hauptversammlungen“ > „Ordentliche Hauptversammlung 2014“)) veröffentlichten und ab dem heutigen Tag in den Geschäftsräumen ausliegenden Konzernjahresabschlüsse der Deutsche Wohnen AG für die Geschäftsjahre 2011, 2012 und 2013 nebst Konzernlagebericht und die darin enthaltenen Angaben zur geschäftlichen Entwicklung und Ergebnissituation verwiesen.

## 2.11.2 Kennzahlen für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013

<b>Deutsche Wohnen Konzern in</b>			
<b>Mio. EUR (soweit nicht anders angegeben)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013<sup>1)</sup></b>
Ergebnis der Wohnungsbewirtschaftung .	157,4	194,4	292,3
Ergebnis aus Verkauf .....	10,6	19,9	23,0
Ergebnis aus Pflege und Betreutes Wohnen.....	9,2	9,9	13,2
Ergebnis vor Steuern und Zinsen (EBIT <sub>DWAG</sub> <sup>2)</sup> ) .....	179,0	312,6	348,7
EBITDA <sub>DWAG</sub> <sup>3)</sup> .....	142,0	196,5	252,9
EBT <sub>DWAG</sub> <sup>4)</sup> (bereinigt).....	46,0	78,5	131,9
Operatives Ergebnis (NOI) Wohnungsbewirtschaftung <sub>DWAG</sub> <sup>5)</sup> .....	140,6	172,2	264,0
Gesamtergebnis nach Steuern .....	28,4	100,2	250,0
Vertragsmiete <sup>6)</sup> in den strategischen Kern- und Wachstumsregionen EUR pro m <sup>2</sup> und Monat (zum Periodenende) .....	5,63	5,54	5,56
Vertragsmiete im Gesamtwohnungsbestand in EUR pro m <sup>2</sup> und Monat (zum Periodenende) .....	5,57	5,49	5,54
Leerstandsquote <sub>DWAG</sub> <sup>7)</sup> in den strategischen Kern- und Wachstumsregionen in % (zum Periodenende) .....	2,1	2,1	2,2
Leerstandsquote <sub>DWAG</sub> im Gesamtwohnungsbestand in % (zum Periodenende) .....	2,4	2,5	2,4
EPRA NAV <sub>DWAG</sub> <sup>8)</sup> (zum Periodenende) .	1.211,3	1.824,4	4.004,7
EPRA NAV <sub>DWAG</sub> je Aktie in EUR (zum Periodenende) .....	11,50	12,48	13,99
LTV Ratio <sub>DWAG</sub> <sup>9)</sup> in % (zum Periodenende) .....	55,0 <sup>*)</sup>	57,2 <sup>*)</sup>	57,3
FFO (ohne Verkauf) <sup>10)</sup> .....	47,5	68,2	114,5
FFO (ohne Verkauf) je Aktie in EUR .....	0,54	0,54	0,65
FFO (inkl. Verkauf) <sup>11)</sup> .....	58,1	88,1	137,5
FFO (inkl. Verkauf) je Aktie in EUR.....	0,65	0,70	0,78
Eigenkapitalquote.....	33 %	33 %	39 %
Dividende je Aktie (in EUR).....	0,23	0,21	0,34 <sup>12)</sup>
Mitarbeiter (Anzahl zum 31. Dezember) .	1.199	1.417	2.422

### **Erläuterungen zu den Kennzahlen der Deutsche Wohnen AG**

Allgemeiner Hinweis: Die angegebenen Kennzahlen EBIT, EBITDA, EBT, FFO, EPRA NAV und Loan-to-Value sind keine standardisierten Erfolgsindikatoren gemäß HGB oder IFRS. Ferner sind diese Kennzahlen nicht notwendigerweise mit den Kennzahlen der GSW Immobilien AG vergleichbar, die in selbiger oder unter einer ähnlichen Bezeichnung veröffentlicht oder in diesem gemeinsamen Vertragsbericht verwendet werden.

- (1) Bei einem Vergleich der Kennzahlen für 2013 mit den Kennzahlen der Jahre 2011 und

2012 ist zu beachten, dass die Kennzahlen für 2013 für den Zeitraum ab Vollzug des öffentlichen Übernahmeangebots, dem 27. November 2013, die Ergebnisse der GSW Immobilien AG bereits berücksichtigen.

- (2) Earnings before Interest and Taxes; Ergebnis vor Zinsen und Steuern.
- (3) Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation; Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen.
- (4) Earnings before Taxes; Ergebnis vor Steuern. Die Deutsche Wohnen AG ermittelt diese Kennzahl auch als bereinigtes Ergebnis vor Steuern (Bereinigtes EBT): Das  $EBT_{DWAG}$  (wie berichtet) wird bereinigt um das Ergebnis aus der Fair Value-Anpassung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien, das Ergebnis aus der Marktwertanpassung derivativer Finanzinstrumente sowie sonstige Einmaleffekte.
- (5) Das Net Operating Income (NOI) Wohnungsbewirtschaftung $_{DWAG}$  ist das operative Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung abzüglich der in diesem Rahmen anfallenden Personal- und Sachkosten.  
Die Vertragsmiete pro  $m^2$  ist die vertraglich geschuldete Nettokaltmiete der vermieteten Wohnungen durch die vermietbare Fläche.
- (6) Die Vertragsmiete ist die Summe der vertraglich vereinbarten Nettokaltmietzahlungen für die während des betrachteten Zeitraums oder zum betrachteten Stichtag vermieteten Flächen der jeweils betrachteten Immobilien.  
Die Vertragsmiete pro  $m^2$  ist die vertraglich geschuldete Nettokaltmiete der vermieteten Wohnungen durch die vermietbare Fläche.
- (7) Die Leerstandsquote $_{DWAG}$  beschreibt das Verhältnis der Erlösschmälerungen zur Sollmiete, jeweils zum betrachteten Stichtag.
- (8) Net Asset Value: Gibt den Substanzwert oder inneren Wert eines Immobilienunternehmens an. Der EPRA NAV $_{DWAG}$  berechnet sich auf Basis des Eigenkapitals (vor Minderheiten) bereinigt um Effekte aus der Ausübung von Optionen, Wandelanleihen und anderer Rechte am Eigenkapital sowie unter Bereinigung der Marktwerte der derivativen Finanzinstrumente sowie der latenten Steuern (netto der Aktiv- und Passivsaldo), d. h. unter Bereinigung von Positionen, die keinen Einfluss auf die langfristige Entwicklung des Konzerns haben.
- (9) Loan-Value-Ratio: Beschreibt das Verhältnis der Summe der Nettofinanzverbindlichkeiten zum Wert der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien zuzüglich der zur Veräußerung gehaltenen langfristigen Vermögenswerte und der zum Verkauf bestimmten Grundstücke und Gebäude.
- (10) Funds from Operations: Aus Sicht der Gesellschaft eine für Immobiliengesellschaften maßgebliche liquiditätsorientierte Kennziffer, die sich aus der Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung ableitet. Ausgehend vom Periodenergebnis werden Bereinigungen um Abschreibungen, Sondereffekte, nicht liquiditätswirksame Finanzaufwendungen bzw. –erträge und nicht liquiditätswirksame Steueraufwendungen bzw. –erträge vorgenommen.
- (11) Der FFO (inkl. Verkauf) wird um das Ergebnis aus dem Verkauf bereinigt, um den FFO (ohne Verkauf) zu ermitteln.
- (12) Dividendenvorschlag.

Im Geschäftsjahr 2013 erhöhte sich der FFO (ohne Verkauf)<sup>1</sup> aufgrund von Zukäufen und dank operativer Verbesserungen im Bestand um EUR 46,3 Mio. auf EUR 114,5 Mio. (2012: EUR 68,2 Mio.).

Der LTV<sup>2</sup> erhöhte sich im Geschäftsjahr 2013 um 0,1 Prozentpunkte auf 57,3 % (2012: 57,2 %). Dieser Wert liegt leicht über dem mittelfristigen Zielwert von 55 %.

---

<sup>1</sup> Vgl. Definition in diesem Abschnitt.

<sup>2</sup> Vgl. Definition in diesem Abschnitt.

### 2.11.3 Ausblick

Der Vorstand Deutsche Wohnen geht für das Geschäftsjahr 2014 von einem robusten Wohnungsmarkt aus, dessen Preise insbesondere in den Ballungszentren aufgrund geringer Neubautätigkeit weiter steigen werden. Ebenso werden keine signifikanten Änderungen der Niedrigzinspolitik der Zentralbanken erwartet, sodass sich das derzeit niedrige Zinsniveau nicht verändern sollte.

Für das Geschäftsjahr 2014 erwartet der Vorstand Deutsche Wohnen für die Kennzahl FFO (ohne Verkauf)<sup>1</sup> – einschließlich der Übernahme der GSW Immobilien AG – einen Wert von mindestens EUR 210 Mio. Unter Annahme eines Minderheitsanteils von rund 8 % an der GSW Immobilien AG würde der FFO (ohne Verkauf) in der Prognose rund EUR 203 Mio. betragen. Für die einzelnen Geschäftssegmente plant der Vorstand Deutsche Wohnen für das Geschäftsjahr 2014 wie folgt:

Für das Geschäftssegment der Wohnungsbewirtschaftung rechnet der Vorstand Deutsche Wohnen mit einem Ergebnis von rund EUR 500 Mio. Die durchschnittlichen Instandhaltungsaufwendungen beider Unternehmensgruppen werden sich weiterhin auf dem aktuellen Niveau bewegen. Zusätzliche werterhöhende Investitionsmaßnahmen für die nächsten Jahre werden nach Abschluss einer detaillierten Portfolioanalyse des Gesamtbestands bestimmt.

Im Geschäftssegment Verkauf wird der Fokus auf der Privatisierung liegen. Daneben setzt die Deutsche Wohnen AG auch im neuen Geschäftsjahr die Bereinigung des Portfolios des gesamten Deutsche Wohnen Konzerns fort. Verkäufe aus den strategischen Kern- und Wachstumsregionen werden situativ und opportunistisch entschieden. Grundsätzlich basiert die Planung des Verkaufsergebnisses auf den Erfahrungen der jeweiligen Unternehmensgruppe. Als Ergebnis der Portfolioanalyse kann es zu Änderungen kommen.

Für das Geschäftssegment Pflege und Betreutes Wohnen erwartet der Vorstand Deutsche Wohnen unter Berücksichtigung der zuletzt getätigten Akquisitionen einen Ergebnisbeitrag von rund EUR 15 Mio.

## 3. **Freiwilliges Übernahmeangebot der Deutsche Wohnen AG zum Erwerb der GSW Aktien**

### 3.1 **Freiwilliges Übernahmeangebot**

Die Deutsche Wohnen AG hat den Aktionären der GSW Immobilien AG beginnend ab dem 2. Oktober 2013 angeboten, im Wege eines freiwilligen öffentlichen

---

<sup>1</sup> Vgl. Definition in Abschnitt B.2.11.2.

Übernahmeangebots (in Form eines Umtauschangebots) ihre GSW Aktien zu erwerben.

Im Tausch gegen 20 GSW Aktien hat die Deutsche Wohnen AG als Gegenleistung 51 neue, auf den Inhaber lautende Stückaktien der Deutsche Wohnen AG mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der Deutsche Wohnen AG von je EUR 1,00 mit Gewinnberechtigung ab 1. Januar 2014 angeboten. Die Kapitalerhöhung zur Schaffung dieser neuen Aktien wurde in der außerordentlichen Hauptversammlung am 30. September 2013 beschlossen. In dieser außerordentlichen Hauptversammlung wurde der Beschluss gefasst, das Grundkapital der Deutsche Wohnen AG von EUR 168.907.143,00 um bis zu EUR 128.842.101,00 auf bis zu EUR 297.749.244,00 durch Ausgabe von bis zu 128.842.101 auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 zu erhöhen.

Die weitere Annahmefrist des Umtauschangebots ist am 18. November 2013 abgelaufen. Das Umtauschangebot wurde insgesamt für 46.003.783 GSW Aktien angenommen, was einem Anteil von 91,05 % am Grundkapital der GSW Immobilien AG entsprach. Infolge der für die Abwicklung des Umtauschangebots erforderlichen Sachkapitalerhöhung wurden 46.003.760 GSW Aktien auf die Deutsche Wohnen AG als Sacheinlage übertragen und 117.309.588 neue Aktien der Deutsche Wohnen AG ausgegeben. Mit der Übertragung der Aktien auf die Deutsche Wohnen AG wurde die GSW Immobilien AG eine Tochtergesellschaft der Deutsche Wohnen AG.

### **3.2 Business Combination Agreement**

In dem am 14. Oktober 2013 zwischen den Vertragsparteien geschlossenen BCA wurden Regelungen zur zukünftigen Strategie und Struktur der zusammengeführten Unternehmensgruppe getroffen. Es wurde ein aus Vorstandsmitgliedern beider Gesellschaften bestehender gemeinsamer Integrationsausschuss eingerichtet, der die Integration der Geschäftsbereiche der GSW Immobilien AG und der Deutsche Wohnen AG unter Berücksichtigung der Regelungen im BCA koordiniert.

Insbesondere wurde vereinbart, ein gemeinsames Integrationsprojekt mit einer sechsmonatigen Konzeptionsphase zu initiieren. Ziel ist die ergebnisoffene Analyse der jeweiligen Prozesse, Betriebsabläufe und Organisationsstrukturen beider Unternehmen im Hinblick auf deren Zusammenführung. Für einige Unternehmensbereiche wie etwa die Öffentlichkeitsarbeit hat diese Analyse bereits zu ersten Ergebnissen geführt.

Im BCA haben die Vertragsparteien ihr gemeinsames Verständnis bekräftigt, dass die engagierte Belegschaft die Grundlage für den derzeitigen und künftigen Erfolg der Unternehmensgruppe darstellt. Im Rahmen des Zusammenschlusses sollen

deshalb nur dann Arbeitsplätze abgebaut werden, wenn trotz des weiterhin dynamischen Wachstums der Gesellschaft nachhaltig Personalüberhänge identifiziert werden. Soweit betriebsbedingte Kündigungen nicht vermieden werden können, sollen diese sozialverträglich erfolgen.

Das BCA sieht zudem vor, dass ab dem Geschäftsjahr 2014 die von der Deutsche Wohnen AG an ihre Aktionäre zu zahlenden Dividenden von ca. 50 % des FFO (vor Verkauf) auf ca. 60 % des FFO (vor Verkauf) erhöht werden soll.

Wie im BCA vorgesehen, sind die beiden Vorstandsmitglieder der Deutsche Wohnen AG, Michael Zahn und Lars Wittan, neben Andreas Segal zu Vorständen der GSW Immobilien AG bestellt worden. Den Vorstandsvorsitz bei der GSW Immobilien AG hat Michael Zahn übernommen. Zugleich ist Andreas Segal in den Vorstand der Deutsche Wohnen AG aufgerückt. Jörg Schwagenscheidt ist auf eigenen Wunsch mit Wirkung zum 31. Januar 2014 aus dem Vorstand der GSW Immobilien AG ausgeschieden.

### **3.3 Weitere Anteilerwerbe nach Vollzug des öffentlichen Übernahmeangebots**

Die Deutsche Wohnen AG hat ihren Anteil am Grundkapital der GSW Immobilien AG nach Vollzug des öffentlichen Übernahmeangebots am 27. November 2013 dadurch erhöht, dass sie ihre Wandlungsrechte aus allen im November 2013 erworbenen Wandelschuldverschreibungen (siehe hierzu Abschnitt B.1.6), die die GSW Immobilien AG im November 2012 ausgegeben hatte, ausgeübt hat. Dadurch hat sich der von der Deutsche Wohnen AG gehaltene Anteil am Grundkapital der GSW Immobilien AG auf 92,02 % erhöht.

#### **(C) Beherrschungsvertrag**

##### **1. Gründe für den Abschluss des Beherrschungsvertrags**

###### **1.1 Wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Gründe**

###### **1.1.1 Wirtschaftliche Gründe**

Die wirtschaftlichen Gründe für den Abschluss des Beherrschungsvertrags liegen in der Stärkung der bereits faktisch bestehenden Konzernstruktur der aus Deutsche Wohnen AG und GSW Immobilien AG (jeweils mit ihren unmittelbaren und mittelbaren Tochtergesellschaften) bestehenden Unternehmensgruppe. Die Zusammenarbeit beider Gesellschaften und damit die Umsetzung der Geschäftsstrategie wird durch den Abschluss des Beherrschungsvertrags erheblich erleichtert.

Mit Abschluss des Beherrschungsvertrags sollen die Zusammenarbeit zwischen den Vertragsparteien weiter intensiviert und bestimmte Synergiepotentiale gehoben

werden, die ohne den Abschluss nicht realisierbar sind. Bezüglich möglicher Synergiepotenziale ist zu unterscheiden: Zum einen werden Synergieeffekte erwartet, die unabhängig von dem beabsichtigten Beherrschungsvertrag bei den Vertragsparteien eintreten können (sogenannte vorvertragliche Synergien, auch unechte Synergien). Zum anderen gibt es Synergieeffekte, die nur infolge des Wirksamwerdens des Beherrschungsvertrags erwartet werden (sogenannte nachvertragliche Synergien, auch echte Synergien) („**nachvertragliche Synergien**“).

Die nachvertraglichen Synergien werden insbesondere bei Infrastrukturmaßnahmen erwartet, die auf die Vereinheitlichung der Strukturen und Prozesse der Vertragsparteien abzielen. Dazu zählen beispielsweise Optimierungen im Rahmen eines gemeinsamen Inkassowesens sowie Synergieeffekte, die auf eine Reduzierung der Aufwendungen für unterstützende Dienstleistungsfunktionen wie der Informationstechnologie, der Buchhaltung und dem Controlling sowie der Aus- und Fortbildung zurückzuführen sind. Die für den Deutsche Wohnen Konzern erwarteten Effekte aus der Hebung nachvertraglicher Synergien beziffert die Deutsche Wohnen AG auf insgesamt rund EUR 12 Mio.

Der für die Erschließung der nachvertraglichen Synergien notwendigen Integration der GSW Immobilien AG in die Management- und Organisationsstruktur des Deutsche Wohnen Konzerns zur besseren Steuerung und Koordinierung der Aktivitäten und Ressourcen sind vor Wirksamwerden eines Beherrschungsvertrags allerdings Grenzen gesetzt. In der derzeitigen Situation bestehen aufgrund des faktischen Konzernverhältnisses Restriktionen, z.B. in Bezug auf den Informationsaustausch zwischen den Vertragsparteien und ganz generell in Bezug auf die Zusammenarbeit beider Unternehmen im Rahmen zentraler Konzernfunktionen (vgl. dazu im Detail im folgenden Abschnitt C.1.1.2).

### **1.1.2 Rechtliche Gründe**

- (i) Grenzen und Beschränkungen der Zusammenarbeit im derzeitigen faktischen Konzernverhältnis

Aufgrund der Mehrheitsbeteiligung der Deutsche Wohnen AG besteht derzeit zwischen den Vertragsparteien ein sogenanntes faktisches Konzernverhältnis. In diesem faktischen Konzernverhältnis kann die Deutsche Wohnen AG zwar faktisch einen beherrschenden Einfluss auf die GSW Immobilien AG ausüben. Der Vorstand GSW ist jedoch gemäß §§ 76 Abs. 1, 93 Abs. 1 AktG verpflichtet, die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu leiten. Er hat alle auf Veranlassung oder im Interesse der Deutsche Wohnen AG oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens des Deutsche Wohnen Konzerns vorgenommenen bzw. unterlassenen Maßnahmen oder Rechtsgeschäfte in jedem Einzelfall darauf zu prüfen, ob sie für die GSW Immobilien AG nachteilige Auswirkungen haben. Falls derartige Rechtsgeschäfte

oder Maßnahmen für die GSW Immobilien AG nachteilig sind, dürfen sie nur vorgenommen werden, wenn die mit dem betreffenden Rechtsgeschäft bzw. der betreffenden Maßnahme verbundenen Nachteile ausgeglichen werden können und tatsächlich ausgeglichen werden. Der Nachteilsausgleich muss hierbei bis zum Ende des Geschäftsjahres, in dem die Nachteile entstanden sind - also in einem engen zeitlichen Rahmen -, entweder tatsächlich erfolgen oder durch Einräumung eines entsprechenden Rechtsanspruchs gewährt werden (§ 311 Abs. 2 AktG). Diese Rechtslage hat zur Folge, dass sämtliche Maßnahmen und Rechtsgeschäfte der GSW Immobilien AG, die auf Veranlassung oder im Interesse der Deutsche Wohnen AG oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens des Deutsche Wohnen Konzerns vorgenommen bzw. unterlassen werden, in jedem Einzelfall auf ihre exakten Auswirkungen für die GSW Immobilien AG und ihre etwaige Nachteiligkeit und Ausgleichspflicht untersucht werden müssen.

Ferner sind in einem faktischen Konzernverhältnis sämtliche Maßnahmen und Rechtsgeschäfte, die mit dem herrschenden Unternehmen oder einem mit ihm verbundenen Unternehmen oder auf Veranlassung oder im Interesse dieser Unternehmen vorgenommen wurden, im Einzelnen zu dokumentieren. Über sie ist insbesondere in einem jährlichen sogenannten Abhängigkeitsbericht vom Vorstand des abhängigen Unternehmens unter Bezifferung etwaiger nachteiliger Auswirkungen zu berichten (§ 312 AktG). Der Abhängigkeitsbericht ist sowohl vom Aufsichtsrat als auch vom Abschlussprüfer der abhängigen Gesellschaft zu prüfen (§§ 313, 314 AktG).

Diese für den faktischen Konzern geltenden Grundsätze bedeuten eine erhebliche Inanspruchnahme von Zeit und Ressourcen, insbesondere auf Seiten des faktisch beherrschten Unternehmens. Denn bei jeder Maßnahme und bei jedem Rechtsgeschäft der GSW Immobilien AG, die von der Deutsche Wohnen AG oder von einem mit ihr verbundenen Unternehmen des Deutsche Wohnen Konzerns veranlasst oder in ihrem Interesse vorgenommen oder unterlassen werden, - seien es solche mit der Deutsche Wohnen AG oder mit Dritten - müssen sowohl der Vorstand als auch andere Fachabteilungen der GSW Immobilien AG einbezogen werden, um die Einhaltung der im faktischen Konzern geltenden Regeln sicherzustellen. Dies bindet nicht nur Ressourcen auf Seiten der GSW Immobilien AG als beherrschtem Unternehmen, sondern führt auch zu erheblichen Verzögerungen bei der beabsichtigten Kooperation zwischen dem GSW Konzern und dem übrigen Deutsche Wohnen Konzern. Dadurch wird die zügige und effiziente Umsetzung von im gemeinsamen Interesse liegenden Management-Entscheidungen erschwert.

Weiterhin bereiten in faktischen Konzernverhältnissen die Quantifizierung und Ausgleichsfähigkeit etwaiger Nachteile der abhängigen Gesellschaft erhebliche Schwierigkeiten. Solche Schwierigkeiten treten regelmäßig im Rahmen von Rechtsgeschäften und Maßnahmen auf, die über den bloßen Austausch von Leistung

und Gegenleistung (z. B. Bezug von Waren oder Erbringung von Dienstleistungen) hinausgehen oder für die ein Marktpreis nicht ermittelt werden kann. Solche Maßnahmen können beispielsweise im Austausch von geschäftlichen Informationen im Rahmen der Konzeption von gemeinsamen geschäftlichen Maßnahmen oder ganz allgemein bei der Zusammenarbeit in gemeinsamen zentralen Konzernfunktionen oder gemeinsamen Services bestehen. In diesen Fällen ist es in der Praxis schwierig, wenn nicht gar oftmals unmöglich, etwaige Nachteile bzw. korrespondierende Vorteile des abhängigen Unternehmens mit hinreichender Verlässlichkeit zu quantifizieren und auszugleichen. Dies hat zur Folge, dass derartige Maßnahmen im faktischen Konzern nur mit erheblichem Prüfungs- und Dokumentationsaufwand durchgeführt werden können bzw. ganz zu unterbleiben haben. Um die angestrebten, in Abschnitt C.1.1.1 dargestellten Vorteile aus einer Zusammenführung der Aktivitäten der GSW Immobilien AG und des übrigen Deutsche Wohnen Konzerns zu realisieren, ist aber die Durchführung einer weitergehenden Kooperation und eines intensiven Informationsaustauschs erforderlich. Ohne den Abschluss eines Beherrschungsvertrags ließen sich diese Vorteile nur unzureichend bzw. nur unter großen Schwierigkeiten erzielen.

- (ii) Schaffung eines Vertragskonzerns durch Abschluss eines Beherrschungsvertrags

Diese in einem faktischen Konzern bestehenden Schwierigkeiten werden bei Bestehen eines Beherrschungsvertrags vermieden, da hierdurch eine vertragliche Basis für die beabsichtigte enge Zusammenarbeit geschaffen wird. In einem Vertragskonzern finden die Bestimmungen über einen Einzelausgleich für nachteilige Rechtsgeschäfte und Maßnahmen, die vom herrschenden Unternehmen oder einem mit ihm verbundenen Unternehmen veranlasst oder in ihrem Interesse vorgenommen oder unterlassen wurden, keine Anwendung. Insbesondere hat die herrschende Vertragspartei aufgrund des Beherrschungsvertrags das Recht, den Vorstand der abhängigen Gesellschaft unmittelbar anzuweisen, Maßnahmen oder Rechtsgeschäfte im Interesse der herrschenden Vertragspartei oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens vorzunehmen, selbst wenn sie für das abhängige Unternehmen isoliert betrachtet nachteilig sein sollten (§ 308 AktG) und diese Nachteile nicht innerhalb desselben Geschäftsjahres ausgeglichen werden können oder eine genaue Quantifizierung der Nachteile nicht möglich ist. Dies ermöglicht es, Ressourcen effizienter einzusetzen und auch solche Kooperationsmaßnahmen umzusetzen, für welche die Quantifizierung etwaiger Nachteile und gegebenenfalls korrespondierender Vorteile nicht rechtssicher möglich ist. Geschäftsführungsmaßnahmen können damit am gemeinsamen Interesse der verbundenen Unternehmen ausgerichtet werden, ohne dass es einer aufwendigen Kontrolle jeder Maßnahme auf ihre Auswirkungen auf die abhängige Gesellschaft hin bedarf. Daneben entfällt auch der mit der Erstellung und Prüfung des

Abhängigkeitsberichts verbundene Aufwand, da ein solcher in einem Vertragskonzern nicht erstellt werden muss.

Für die Deutsche Wohnen AG ermöglicht der Beherrschungsvertrag spiegelbildlich eine effizientere Steuerung der beabsichtigten Zusammenarbeit im gemeinsamen Interesse der gesamten Unternehmensgruppe. Ein Beherrschungsvertrag wird darüber hinaus den ungehinderten Informationsaustausch zwischen der GSW Immobilien AG und der Deutsche Wohnen AG ermöglichen. Der Abschluss eines Beherrschungsvertrags erweist sich damit als geeignetes rechtliches Mittel zur Umsetzung der beabsichtigten umfassenden Kooperation der beteiligten Unternehmen, welches auch von anderen Unternehmen in vergleichbaren Fällen angewandt wird und gerade für diesen Zweck vom Gesetz vorgesehen ist.

Die GSW Immobilien AG erlangt mit Beginn der Wirksamkeit des Beherrschungsvertrags einen Anspruch auf Verlustausgleich für den Fall, dass während der Vertragslaufzeit ein Jahresfehlbetrag der GSW Immobilien AG entstehen sollte. Anders als im Falle eines bloßen faktischen Konzernverhältnisses ist die GSW Immobilien AG mit dem Wirksamwerden des Beherrschungsvertrags künftig nicht auf einen Einzelausgleich für möglicherweise durch Einflussnahme erlittene Nachteile angewiesen, sondern erhält – unabhängig von der Frage der Einflussnahme oder von sonstigen Faktoren – kraft Gesetzes einen Anspruch auf vollen Verlustausgleich durch die Deutsche Wohnen AG (vgl. § 302 AktG).

Die Interessen der GSW Immobilien AG werden nach Wirksamwerden des Beherrschungsvertrags zudem dadurch geschützt, dass das Recht zur Erteilung von Weisungen nicht grenzenlos besteht. Insbesondere darf der GSW Immobilien AG nicht durch nachteilige Weisungen die Fähigkeit zur Fortexistenz genommen werden, da die gesetzlichen Bestimmungen von einem Fortbestand der abhängigen Gesellschaft auch für die Zeit nach einer etwaigen Beendigung eines Beherrschungsvertrags ausgehen. Zudem sind nachteilige Weisungen unzulässig und lösen keine Folgepflicht aus, wenn sie offensichtlich nicht den Belangen des herrschenden Unternehmens oder eines mit ihm oder der abhängigen Gesellschaft verbundenen Unternehmens dienen.

Für die außenstehenden GSW Aktionäre schafft der Beherrschungsvertrag besondere Schutzmechanismen, die ihnen im faktischen Konzernverhältnis nicht zur Verfügung stehen: Sie erhalten einen Anspruch gegen die Deutsche Wohnen AG auf einen jährlich wiederkehrenden, angemessenen Ausgleich (vgl. hierzu die Erläuterungen in Abschnitt C.2.1.4 und C.2) oder können, wenn sie vor dem Hintergrund des Beherrschungsvertrags ihre GSW Aktien veräußern wollen, ihre GSW Aktien gegen eine angemessene Abfindung in Form von Aktien der Deutsche Wohnen AG an die Deutsche Wohnen AG übertragen und als Aktionäre aus der GSW Immobilien AG ausscheiden (vgl. hierzu die Erläuterungen unter Abschnitt C.2.1.5 und C.3).

### **1.1.3 Steuerliche Gründe**

Der Abschluss des Beherrschungsvertrags dient aus steuerlicher Sicht der dauerhaften organisatorischen Eingliederung der GSW Immobilien AG in die Deutsche Wohnen AG im Rahmen der umsatzsteuerlichen Organschaft. Die umsatzsteuerliche Organschaft hat den Vorteil, dass im Rahmen eines Leistungsaustauschs zwischen den beiden Vertragsparteien keine Umsatzsteuer anfällt, die bei der GSW Immobilien AG aufgrund der weitgehend umsatzsteuerfreien Vermietungstätigkeit nicht oder nur zu einem geringen Teil als Vorsteuer abziehbar wäre. Voraussetzung für eine solche umsatzsteuerliche Organschaft ist, dass die GSW Immobilien AG in das Unternehmen der Deutsche Wohnen AG nach dem Gesamtbild der tatsächlichen Verhältnisse finanziell, wirtschaftlich und organisatorisch eingegliedert ist. Durch die im Beherrschungsvertrag verankerten umfangreichen Weisungs- und Einflussmöglichkeiten (siehe hierzu C.2.1.1) wird die organisatorische Eingliederung untermauert.

## **1.2 Alternativen zum Abschluss eines Beherrschungsvertrags**

Die Vorstände der Deutsche Wohnen AG und der GSW Immobilien AG haben Alternativen zum Abschluss des Beherrschungsvertrags geprüft. Sie sind zu dem Ergebnis gelangt, dass es zu dem Abschluss des Beherrschungsvertrags keine vorzugswürdige Alternative gibt, die in gleicher Weise geeignet ist, die genannten Zielsetzungen zu erreichen. Dies ergibt sich daraus, dass der Abschluss eines Beherrschungsvertrags zwischen der Deutsche Wohnen AG und der GSW Immobilien AG aus gesellschaftsrechtlicher Sicht – neben der hier schon mangels Erreichen der erforderlichen Beteiligungsquote ausscheidenden Eingliederung (siehe hierzu C.1.2.2) – die einzige Möglichkeit ist, die dargestellten Beschränkungen im faktischen Konzern zu überwinden (siehe hierzu C.1.1.2(i)). Vor diesem Hintergrund wurden insbesondere folgende anderweitige Gestaltungen geprüft:

### **1.2.1 Ausschluss der Minderheitsaktionäre (Squeeze-out)**

Ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre der GSW Immobilien AG nach §§ 327a ff. AktG (sogenannter aktienrechtlicher Squeeze-out) kommt derzeit nicht in Betracht, da die Beteiligung der Deutsche Wohnen AG an der GSW Immobilien AG nicht die gesetzlich erforderliche Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals erreicht. Für einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach § 62 Abs. 5 Umwandlungsgesetz in Verbindung mit §§ 327a ff. AktG nach einer Verschmelzung (sogenannter umwandlungsrechtlicher Squeeze-out), der unter anderem eine Beteiligungshöhe von 90 % des Grundkapitals voraussetzt, liegen die formalen Voraussetzungen zwar vor. Jedoch ist die Verschmelzung der GSW Immobilien AG auf die Deutsche Wohnen AG bereits als solche keine geeignete Alternative und von den Vertragsparteien auch nicht gewollt (siehe hierzu im Detail C.1.2.2).

Ein sogenannter übernahmerechtlicher Squeeze-out gemäß §§ 39a ff. WpÜG würde ebenfalls eine Beteiligungshöhe der Deutsche Wohnen AG von 95 % des Grundkapitals der GSW Immobilien AG erfordern und scheidet ferner bereits deshalb aus, weil er nur innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Annahmefrist eines Übernahme- oder Pflichtangebots gestellt werden kann (§ 39a Abs. 4 S. 1 WpÜG). Diese Frist ist im vorliegenden Fall bereits verstrichen, da die weitere Annahmefrist des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots am 18. November 2013 endete. Schließlich ist darauf hinzuweisen, dass auch im Falle eines 100 %igen Aktienbesitzes der Deutsche Wohnen AG an der GSW Immobilien AG ohne Beherrschungsvertrag die in Abschnitt C.1.1.2(i) beschriebenen rechtlichen Restriktionen, die mit einem faktischen Konzernverhältnis verbunden sind, bestehen bleiben, solange die GSW Immobilien AG die Rechtsform einer Aktiengesellschaft hat.

### **1.2.2 Eingliederung oder Verschmelzung**

Eine Konzernintegration im Wege einer Eingliederung (§§ 319 ff. AktG) kommt nicht in Betracht, weil die Deutsche Wohnen AG nicht die für eine Eingliederung erforderliche Beteiligungsquote von mindestens 95 % des Grundkapitals an der GSW Immobilien AG (§ 320 Abs. 1 S. 1 AktG) erreicht. Eine Verschmelzung der Deutsche Wohnen AG auf die GSW Immobilien AG (sogenannte Downstream Verschmelzung) scheidet als gleichwertige Gestaltungsalternative ebenso aus wie umgekehrt eine Verschmelzung der GSW Immobilien AG auf die Deutsche Wohnen AG (sogenannte Upstream Verschmelzung). Eine Downstream-Verschmelzung bzw. eine Upstream-Verschmelzung würde zu einem Erlöschen der Rechtspersönlichkeit der Deutsche Wohnen AG bzw. der GSW Immobilien AG sowie einer Übertragung aller Verbindlichkeiten und Vermögensgegenstände auf die Deutsche Wohnen AG bzw. die GSW Immobilien AG führen. Dieser Rechtsträgerwechsel wäre ein grunderwerbsteuerpflichtiger Vorgang. All dies ist von den Vertragsparteien nicht gewollt.

### **1.2.3 Zusammenfassendes Ergebnis**

Demzufolge bietet nur der Abschluss eines Beherrschungsvertrags eine ausreichende rechtliche Grundlage für die angestrebte Integration des GSW Konzerns in den Deutsche Wohnen Konzern. Lediglich durch den Abschluss eines Beherrschungsvertrags können die Beschränkungen des faktischen Konzerns überwunden (vgl. Abschnitt C.1.1.2(i)), die bestehende umsatzsteuerliche Organschaft dauerhaft abgesichert (vgl. Abschnitt C.1.1.3) und bei entsprechender Gestaltung durch Einbindung eines Drittinvestors das Entstehen einer Grunderwerbsteuerpflicht verhindert werden (vgl. Abschnitt C.2.3).

### **1.3 Kosten des Beherrschungsvertrags**

Mit dem Abschluss des Beherrschungsvertrags sind Einmalkosten verbunden. Solche Kosten sind bereits angefallen bzw. werden noch anfallen, insbesondere für die Mandatierung des Bewertungsgutachters, für die Erstattung des Prüfberichts durch den gerichtlich bestellten Vertragsprüfer, für Rechtsberatung sowie für die Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlungen der Vertragsparteien in dem Umfang, in dem die Kosten den Aufwand übersteigen, der unter normalen Umständen für die Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung der Vertragsparteien entstehen würde. Die Kosten für die Vertragsprüfung und die Erstellung des Bewertungsgutachtens werden zwischen den Vertragsparteien hälftig geteilt. Die Kosten für die Vorbereitung und Durchführung der ordentlichen Hauptversammlungen der Vertragsparteien sowie für ihre jeweiligen Rechtsberater tragen die Gesellschaften jeweils selbst. Zudem fallen Kosten im Zusammenhang mit der Einbindung des Drittinvestors (vgl. Abschnitt C.2.3) sowie für die Erstellung eines im Rahmen der Zulassung und des Angebots der Abfindungsaktien der Deutsche Wohnen AG vorgesehenen Wertpapierprospekts an, die ausschließlich die Deutsche Wohnen AG trägt.

## **2. Inhalt und Auswirkungen des Beherrschungsvertrags**

### **2.1 Erläuterung des Vertragsinhalts**

Im Folgenden werden die wesentlichen Bestimmungen des Beherrschungsvertrags, dessen vollständiger Wortlaut in Anlage 2 zu diesem Vertragsbericht enthalten ist, erläutert:

#### **2.1.1 Leitung und Weisung (Ziffer 1 des Beherrschungsvertrags)**

Ziffer 1 des Beherrschungsvertrags enthält die für einen Beherrschungsvertrag konstitutive Regelung, wonach die GSW Immobilien AG als abhängiges Unternehmen die Leitung ihrer Gesellschaft der Deutsche Wohnen AG als herrschendem Unternehmen unterstellt. Mithin ist die Deutsche Wohnen AG berechtigt, dem Vorstand GSW Weisungen hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft zu erteilen (Ziffer 1.1 des Beherrschungsvertrags). Dieses Leitungs- und Weisungsrecht ändert aber nichts daran, dass es sich bei der GSW Immobilien AG weiterhin um ein rechtlich selbständiges Unternehmen mit eigenen Organen handelt. Dem Vorstand GSW obliegen daher auch weiterhin die Geschäftsführung und die Vertretung der Gesellschaft. Soweit keine Weisungen erteilt werden, kann und muss der Vorstand GSW die Gesellschaft eigenverantwortlich leiten.

Der Umfang des Leitungs- und Weisungsrechts richtet sich in erster Linie nach § 308 AktG. Der Vorstand GSW ist verpflichtet, die zulässigen Weisungen der Deutsche Wohnen AG zu befolgen (Ziffer 1.3 des Beherrschungsvertrags). Gemäß § 308 Abs. 1 Satz 2 AktG können auch Weisungen erteilt werden, die für die GSW

Immobilien AG nachteilig sind, wenn sie den Belangen der Deutsche Wohnen AG oder der mit ihr und der GSW Immobilien AG konzernverbundenen Unternehmen dienen. Der Vorstand GSW ist nicht berechtigt, die Befolgung einer Weisung zu verweigern, es sei denn, die Weisung dient offensichtlich nicht diesen Belangen. Hingegen muss der Vorstand keine unzulässigen Weisungen befolgen, z. B. solche, deren Befolgung zwingende gesetzliche Vorschriften oder Bestimmungen der GSW Satzung verletzen würde. Weisungen, die die Existenz der GSW Immobilien AG gefährden, sind in jedem Fall unzulässig. Ein abhängiges Unternehmen ist auch dann nicht verpflichtet, Weisungen zu befolgen, wenn und solange das herrschende Unternehmen seine Verpflichtungen aufgrund des Beherrschungsvertrags, insbesondere zur Verlustübernahme (§ 302 AktG), zur Leistung der Ausgleichszahlung sowie der Abfindung an die außenstehenden Aktionäre (§§ 304, 305 AktG) nicht erfüllt oder zur Erfüllung dieser Verpflichtungen voraussichtlich nicht in der Lage ist (siehe zum Kündigungsrecht der abhängigen Gesellschaft unten Abschnitt C.2.1.7). Des Weiteren können gemäß § 299 AktG Weisungen, den Beherrschungsvertrag zu ändern, aufrechtzuerhalten oder zu beenden, nicht erteilt werden (Ziffer 1.2 des Beherrschungsvertrags).

Der Vorstand Deutsche Wohnen ist berechtigt, das ihm zustehende Weisungsrecht unter bestimmten Voraussetzungen an von ihm bevollmächtigte Personen zu delegieren (Ziffer 1.1 Satz 2). Es ist anerkannt, dass das Weisungsrecht insbesondere an Angestellte (z.B. Prokuristen) des herrschenden Unternehmens delegiert werden kann. Das herrschende Unternehmen ist für rechtswidrig erteilte Weisungen des Beauftragten zum Schadensersatz verpflichtet.

Das Leitungs- und Weisungsrecht besteht nur gegenüber dem Vorstand, nicht jedoch gegenüber dem Aufsichtsrat, der Hauptversammlung oder Mitarbeitern der GSW Immobilien AG und nicht gegenüber Organen oder Mitarbeitern einer Tochtergesellschaft der GSW Immobilien AG. Wird der Vorstand GSW angewiesen, ein Geschäft vorzunehmen, das der Zustimmung des Aufsichtsrats der GSW Immobilien AG bedarf und stimmt der Aufsichtsrat nicht zu oder wird die Zustimmung nicht innerhalb einer angemessenen Frist erteilt, kann die Zustimmung des Aufsichtsrats nach Maßgabe von § 308 Abs. 3 AktG durch eine Wiederholung der Weisung ersetzt werden. Die Mitwirkungsrechte der Hauptversammlung der GSW Immobilien AG werden durch den Beherrschungsvertrag nicht berührt. Eine Weisung an den Vorstand GSW muss in Textform (§ 126 b Bürgerliches Gesetzbuch) – z. B. per Telefax oder per E-Mail – erteilt werden, eine in eilbedürftigen Fällen zulässige mündliche Weisung ist unverzüglich in Textform zu bestätigen (Ziffer 1.2 des Beherrschungsvertrags). Das Weisungsrecht der Deutsche Wohnen AG und die korrespondierende Folgepflicht der GSW Immobilien AG gemäß Ziffer 1 des Beherrschungsvertrags bestehen gemäß § 294 Abs. 2 AktG und Ziffer 6.2 des Beherrschungsvertrags erst ab dem Zeitpunkt, in dem der

Beherrschungsvertrag durch Eintragung im Handelsregister des Sitzes der GSW Immobilien AG wirksam wird (siehe hierzu Abschnitt C.2.1.6).

### **2.1.2 Auskunftsrecht (Ziffer 2 des Beherrschungsvertrags)**

Das Auskunftsrecht in Ziffer 2 des Beherrschungsvertrags soll der Deutsche Wohnen AG ermöglichen, ihre Leitungsmacht über die GSW Immobilien AG sorgfältig auszuüben. Zu diesem Zweck wird der Deutsche Wohnen AG ein allgemeines Einsichtsrecht eingeräumt, das durch eine unabhängig davon bestehende Informationspflicht der GSW Immobilien AG ergänzt wird. Die Informationspflicht umfasst sowohl die laufende geschäftliche Entwicklung als auch wesentliche Geschäftsvorfälle.

### **2.1.3 Verlustübernahme (Ziffer 3 des Beherrschungsvertrags)**

Ziffer 3.1 des Beherrschungsvertrags bestimmt die Verpflichtung der Deutsche Wohnen AG zur Übernahme der Verluste der GSW Immobilien AG gemäß den Vorschriften des § 302 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung. Dies bedeutet gemäß § 302 Abs. 1 AktG in der derzeit gültigen Fassung, dass die Deutsche Wohnen AG jeden während der Vertragsdauer „sonst“, also ohne das Bestehen der Verlustausgleichspflicht, entstehenden Jahresfehlbetrag auszugleichen hat. Die Verpflichtung zum Verlustausgleich besteht nicht, soweit der Jahresfehlbetrag dadurch ausgeglichen wird, dass den anderen Gewinnrücklagen Beträge entnommen werden, die während der Dauer des Beherrschungsvertrags in diese eingestellt wurden.

Die Verlustausgleichsverpflichtung gewährleistet, dass sich das zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Vertrags vorhandene bilanzielle Eigenkapital der GSW Immobilien AG während der Vertragsdauer nicht vermindert. Die Verlustübernahmepflicht dient der Sicherung der vermögensrechtlichen Interessen der GSW Immobilien AG, der GSW Aktionäre und der Gläubiger der GSW Immobilien AG während des Bestehens des Beherrschungsvertrags.

Die Verpflichtung zur Verlustübernahme gilt erstmals für das Geschäftsjahr, in dem der Beherrschungsvertrag gemäß Ziffer 6.2 durch Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der GSW Immobilien AG wirksam wird (siehe hierzu Ziffer 3.2 des Beherrschungsvertrags). Bei einer Eintragung des Beherrschungsvertrags bis zum 31. Dezember 2014 besteht die Verpflichtung also für einen etwaigen Verlust des gesamten Geschäftsjahres 2014. Entsprechend der höchstrichterlichen Rechtsprechung entsteht der Anspruch der GSW Immobilien AG auf Verlustausgleich am Ende eines Geschäftsjahres und wird zum gleichen Zeitpunkt auch fällig. Er ist entsprechend den gesetzlichen Vorschriften (§§ 352, 353 HGB) mit 5 % p.a. zu verzinsen. Ansprüche aus einem etwaigen Zahlungsverzug bestehen nach Maßgabe des Gesetzes.

#### 2.1.4 Ausgleich (Ziffer 4 des Beherrschungsvertrags)

Mit Wirksamwerden des Beherrschungsvertrags entsteht gemäß § 304 Abs. 1 Satz 2 AktG eine Pflicht zur Ausgleichsleistung zugunsten der außenstehenden GSW Aktionäre. Zur Erfüllung dieser Pflicht garantiert die Deutsche Wohnen AG den außenstehenden GSW Aktionären gemäß Ziffer 4.1 des Beherrschungsvertrags die Leistung einer jährlichen festen Ausgleichszahlung in Form einer Garantiedividende für die Dauer des Vertrags, erstmals für das Geschäftsjahr, in dem der Beherrschungsvertrag nach Ziffer 6.2 des Beherrschungsvertrags wirksam wird.

##### (i) Art und Höhe des Ausgleichs

Zur Art und Höhe des angemessenen Ausgleichs ist Folgendes zu erläutern:

##### (a) Rechtliche Grundlagen

Ein Beherrschungsvertrag muss für die außenstehenden Aktionäre der abhängigen Gesellschaft, also hier der GSW Immobilien AG, einen angemessenen Ausgleich in Form einer angemessenen Garantiedividende vorsehen (§ 304 Abs. 1 Satz 2 AktG). Die Höhe der Garantiedividende bestimmt sich nach den für den Ausgleich bei Gewinnabführungsverträgen geltenden Regeln. Das Aktiengesetz unterscheidet zwei Arten von Ausgleichsleistungen (siehe nachfolgend unter Abschnitt C.2.1.4(i)(b) und C.2.1.4(i)(c)).

##### (b) Fester Ausgleich

Als Ausgleich kann in jedem Fall eine jährlich wiederkehrende Zahlung eines festen Geldbetrags zugesichert werden. Wenn der Beherrschungsvertrag einen festen Ausgleich vorsieht, muss die Garantiedividende dem Betrag entsprechen, der nach der bisherigen Ertragslage der abhängigen Gesellschaft und ihren zukünftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil, d. h. als handelsrechtlich ausschüttungsfähiger Gewinn, auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte (§ 304 Abs. 2 Satz 1 AktG).

##### (c) Variabler Ausgleich

Wenn der andere Vertragsteil, d.h. das herrschende Unternehmen, eine Aktiengesellschaft oder eine Kommanditgesellschaft auf Aktien ist, können als Ausgleich alternativ auch variable, am ausgeschütteten Gewinn des anderen Vertragsteils orientierte Ausgleichsleistungen

zugesichert werden. Die variable Ausgleichsleistung muss dann dem Betrag entsprechen, der unter Herstellung eines angemessenen Umrechnungsverhältnisses auf Aktien des herrschenden Unternehmens jeweils als Anteil am ausgeschütteten Gewinn entfällt (§ 304 Abs. 2 Satz 2 und 3 AktG).

Selbst wenn im konkreten Fall auch variable Ausgleichsleistungen rechtlich möglich wären, muss der Beherrschungsvertrag nicht feste und alternativ dazu zusätzlich variable Ausgleichsleistungen vorsehen. Die Vertragsparteien können sich vielmehr für die eine oder die andere Art der Ausgleichsleistungen entscheiden.

(d) Gründe für die Bestimmung eines festen Ausgleichs

Der Beherrschungsvertrag zwischen der Deutsche Wohnen AG und der GSW Immobilien AG bestimmt die Leistung einer festen jährlichen Ausgleichszahlung in Form einer Garantiedividende. Ebenso wäre es rechtlich zulässig gewesen, den außenstehenden GSW Aktionären einen variablen Ausgleich zuzusichern. Die Vertragsparteien haben jedoch die Leistung einer festen jährlichen Ausgleichszahlung in Form einer Garantiedividende vereinbart, um Unsicherheiten in Bezug auf die Bestimmung der Höhe der variablen Ausgleichsleistung zu begegnen. Beim variablen Ausgleich erhalten die außenstehenden Aktionäre einen Gewinnanteil garantiert, der unter Herstellung eines angemessenen Umrechnungsverhältnisses auf Aktien der herrschenden Gesellschaft jeweils als Anteil am tatsächlich ausgeschütteten Gewinn entfällt. Damit hinge der variable Ausgleich von der Dividenden- und Thesaurierungspolitik des herrschenden Unternehmens ab. Vor diesem Hintergrund hat das Bundesverfassungsgericht (Beschluss vom 8. September 1999 - 1 BvR 301/89) entschieden, dass die außenstehenden Aktionäre jedenfalls aber vor einer „missbräuchlichen Dividendenpolitik“ bzw. einer „missbräuchlichen Gewinnthesaurierung“ zu schützen sind. Rechtssichere Maßstäbe, ab wann die Dividenden- bzw. Thesaurierungspolitik des herrschenden Unternehmens im Sinne dieser Rechtsprechung als „missbräuchlich“ anzusehen ist, bestehen aber nicht. Insbesondere aufgrund der damit verbundenen erheblichen Unsicherheiten haben sich die Vertragsparteien auf die Leistung einer festen jährlichen Ausgleichszahlung in Form einer Garantiedividende verständigt.

(e) Bestimmung des festen Ausgleichs als Bruttozahlung, Höhe des festen Ausgleichs

Anders als bei einem kombinierten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag fließt bei einem isolierten Beherrschungsvertrag weiterhin eine etwaige von der beherrschten Gesellschaft ausgeschüttete Dividende ihren Aktionären zu. Aus diesem Grund erfolgt bei einem isolierten Beherrschungsvertrag die Festlegung des Ausgleichs derart, dass den außenstehenden Aktionären eine Ausgleichsleistung in Form einer sogenannten Garantiedividende bestimmter Höhe vom herrschenden Unternehmen zugesichert wird. Unterschreitet die von der beherrschten Gesellschaft in einem Geschäftsjahr an ihre Aktionäre ausgeschüttete Dividende (einschließlich eventueller Abschlagszahlungen) die in dem Beherrschungsvertrag vereinbarte Garantiedividende, so hat die herrschende Gesellschaft den außenstehenden Aktionären der beherrschten Gesellschaft die Differenz zum Betrag der Garantiedividende zu zahlen. Ist die von der beherrschten Gesellschaft ausgeschüttete Dividende gleich dem Betrag der Garantiedividende oder höher, so bedarf es keiner Ausgleichszahlung durch die herrschende Gesellschaft.

Nach Ziffer 4 des Beherrschungsvertrags gewährt die Deutsche Wohnen AG den außenstehenden GSW Aktionären für die Dauer des Beherrschungsvertrags für die Geschäftsjahre, in denen der Beherrschungsvertrag wirksam ist, eine jährliche feste Garantiedividende. Die Höhe sowie die Ermittlung der angemessenen Garantiedividende sind im Folgenden, sowie in Abschnitt C.3.2 näher erläutert und begründet.

- Höhe des Ausgleichs

Für die außenstehenden GSW Aktionäre sieht der Beherrschungsvertrag für die Dauer des Vertrags eine jährliche feste Garantiedividende in Höhe von EUR 1,40 (nach Abzug aktueller Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) je Stückaktie der GSW Immobilien AG vor, erstmals für das Geschäftsjahr, in dem der Vertrag gemäß Ziffer 6.2 des Beherrschungsvertrags wirksam wird. Soweit die für ein Geschäftsjahr durch die von der GSW Immobilien AG gezahlte Dividende (einschließlich eventueller Abschlagszahlungen) je Stückaktie der GSW hinter der Garantiedividende zurückbleibt, wird die Deutsche Wohnen AG jedem außenstehenden GSW Aktionär den entsprechenden Differenzbetrag je Stückaktie zahlen.

- Anpassungsmechanismus für den Ausgleich

Bei der Bestimmung der Garantiedividende haben die Vertragsparteien die Rechtsprechung des BGH (Beschluss vom 21. Juli 2003, Az. II ZB 17/01 – „Ytong“) berücksichtigt. In diesem Beschluss hat der BGH entschieden, dass als Ausgleichsleistungen im Sinne von §§ 304 Abs. 1 Satz 1 und Satz 2, Abs. 2 Satz 1 AktG den außenstehenden Aktionären im Ausgangspunkt der voraussichtlich verteilungsfähige Bruttogewinnanteil je Aktie als feste Größe zu gewähren ist, von dem die Körperschaftsteuerbelastung in der jeweils gesetzlich vorgesehenen Höhe abzuziehen ist. Dadurch soll sichergestellt werden, dass eine Änderung des Körperschaftsteuersatzes gegenüber dem zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags maßgeblichen Satz nicht zu einem ungerechtfertigten Vorteil des anderen Vertragsteils auf Kosten der außenstehenden Aktionäre führt. Umgekehrt soll dadurch vermieden werden, dass die Ausgleichsregelung im Falle einer Steuererhöhung zu einem ungerechtfertigten Vorteil der außenstehenden Aktionäre auf Kosten des anderen Vertragsteils führt. Diese Grundsätze sind auch für den als Ergänzungsabgabe zur Körperschaftsteuer erhobenen Solidaritätszuschlag entsprechend anzuwenden.

Ausgehend von der vorstehend dargestellten Rechtsprechung des BGH ist als feste Ausgleichszahlung in Form der Garantiedividende ein voraussichtlicher durchschnittlicher Bruttogewinnanteil je GSW Aktie vorzusehen („**Bruttoausgleichsbetrag**“), von dem die Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz abzusetzen ist („**Nettoausgleichsbetrag**“). Hiermit wird erreicht, dass eine etwaige Änderung des Körperschaftsteuersatzes bzw. des Solidaritätszuschlages unmittelbar eine entsprechende Anpassung des zu gewährenden Ausgleichs zur Folge hat. Die in Ziffer 4.2 des Beherrschungsvertrags getroffene Bestimmung sieht dementsprechend eine im Hinblick auf Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag variable Regelung vor.

Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt der Unterzeichnung des Beherrschungsvertrags und dieses Vertragsberichts sind von dem Bruttoausgleichsbetrag in Höhe von EUR 1,66 je GSW Aktie aktuell 15,0 % Körperschaftsteuer zuzüglich 5,5 %

Solidaritatzuschlag, das sind insgesamt EUR 0,26 je GSW Aktie, abzuziehen. Daraus ergibt sich nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt der Unterzeichnung des Beherrschungsvertrags und dieses Vertragsberichts eine Garantiedividende in Höh€ von EUR 1,40 je GSW Aktie für jedes volle Geschäftsjahr.

Der Mechanismus der möglichen Anpassung der Garantiedividende bei zukünftigen Änderungen des Steuersatzes soll an folgendem Beispiel erläutert werden: Wird die Körperschaftsteuer beispielsweise um einen Prozentpunkt (von 15,0 % auf 14,0 %) gesenkt, so führt die in Ziffer 4.2 des Beherrschungsvertrags vorgesehene Regelung dazu, dass sich der Abzugsposten von derzeit EUR 0,26 je GSW Aktie für Körperschaftsteuer nebst Solidaritatzuschlag um einen Betrag von rund EUR 0,01 (1,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritatzuschlag darauf, zusammen 1,055 % des Bruttoausgleichsbetrags) reduziert. Dadurch erhöhet sich der Nettoausgleichsbetrag von EUR 1,40 je GSW Aktie um einen Betrag von EUR 0,02 auf EUR 1,41<sup>1</sup> je GSW Aktie. Umgekehrt führt eine Erhöhung der Körperschaftsteuer um einen Prozentpunkt zu einer Reduzierung des Nettoausgleichsbetrags von EUR 1,40 je GSW Aktie um rund EUR 0,02 auf EUR 1,38<sup>2</sup> je GSW Aktie.

Nach Ziffer 4.2 Satz 4 des Beherrschungsvertrags gilt, dass von dem Nettoausgleichsbetrag, soweit gesetzlich vorgeschrieben, die gegebenenfalls anfallenden Quellensteuern (wie etwa Kapitalertragsteuer) einbehalten werden. Dies gilt auch für den als Ergänzungsabgabe erhobenen Solidaritatzuschlag und eine gegebenenfalls zu erhebende Kirchensteuer. Zu den diesbezüglichen Einzelheiten wird auf die Abschnitte C.2.4.3(i) und C.2.4.3(ii) verwiesen.

(ii) Sonstige Erläuterungen zu Ziffer 4 des Beherrschungsvertrags

Der Ausgleich wird erstmals für das gesamte Geschäftsjahr der GSW Immobilien AG gewährt, in dem der Beherrschungsvertrag gemäß Ziffer 6.2 des Beherrschungsvertrags wirksam wird. Wird der Beherrschungsvertrag bis zum 31. Dezember 2014 wirksam, besteht die Ausgleichsverpflichtung ab dem 1. Januar 2014 für das Geschäftsjahr 2014. Wenn der Beherrschungsvertrag erst in einem späteren Geschäftsjahr wirksam wird,

---

<sup>1</sup> Berechnet auf der Basis nicht gerundeter Werte für den Nettoausgleichsbetrag und den anderungswert.  
<sup>2</sup> Berechnet auf der Basis nicht gerundeter Werte für den Nettoausgleichsbetrag und den anderungswert.

gilt die Ausgleichsverpflichtung erst für das betreffende spätere Geschäftsjahr.

Falls der Beherrschungsvertrag im Laufe eines Geschäftsjahres der GSW Immobilien AG endet oder ein Ausgleich für ein weniger als zwölf Monate dauerndes Rumpfgeschäftsjahr zu leisten ist, vermindert sich die Garantiedividende für dieses Geschäftsjahr zeitanteilig (Ziffer 4.1 Satz 2 des Beherrschungsvertrags). Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass der festgesetzte Betrag der Garantiedividende auf einen Zeitraum von zwölf Monaten, also ein volles Geschäftsjahr, bemessen ist.

Nach Ziffer 4.1 Satz 4 des Beherrschungsvertrags ist die eventuell erforderliche Ausgleichzahlung entsprechend den gesetzlichen Bestimmungen fällig, wobei das Gesetz keine ausdrückliche Regelung bezüglich der Fälligkeit trifft. Nach der derzeitigen Rechtsprechung tritt die Fälligkeit grundsätzlich mit dem Ende der auf ein Geschäftsjahr folgenden ordentlichen Hauptversammlung der abhängigen Gesellschaft, vorliegend der GSW Immobilien AG, ein.

Ziffer 4.3 des Beherrschungsvertrags zielt auf die Anpassung der Garantiedividende im Falle von Kapitalmaßnahmen der Deutsche Wohnen AG oder der GSW Immobilien AG ab. Eine solche Anpassung ist beispielsweise geboten, soweit bei einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln neue GSW Aktien ausgegeben werden. Dann vermindert sich die Garantiedividende je GSW Aktie in dem Umfang, dass der Gesamtbetrag der Garantiedividende unberührt bleibt. Dies ist geboten, da eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, also die Umwandlung von Gewinn- oder bestimmten Kapitalrücklagen in Grundkapital, keinen Einfluss auf den Wert und die Ertragskraft des Unternehmens hat, und weil die neuen GSW Aktien aus der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln ohne Gegenleistung an die GSW Aktionäre ausgegeben werden. Dies entspricht im Übrigen auch der gesetzlichen Regelung des § 216 Abs. 3 AktG, wonach der wirtschaftliche Inhalt vertraglicher Beziehungen der Gesellschaft zu Dritten durch die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln nicht berührt wird.

Weiterhin gilt, dass sich der Anspruch der außenstehenden GSW Aktionäre auf die Garantiedividende insbesondere auch auf die neu entstehenden GSW Aktien erstreckt, die im Zuge einer Erhöhung des Grundkapitals der GSW Immobilien AG durch Ausgabe gegen Bar- oder Sacheinlagen unter Gewährung eines Bezugsrechts an die außenstehenden GSW Aktionäre ausgegeben werden.

Ziffer 4.4 des Beherrschungsvertrags dient dem Schutz und der gleichmäßigen Behandlung aller außenstehenden GSW Aktionäre. Macht ein GSW Aktionär geltend, dass die angebotene Ausgleichsleistung zu gering bemessen ist, kann er bei Gericht in einem Spruchverfahren nach §§ 1 ff. Spruchverfahrensgesetz („SpruchG“) beantragen, dass das Gericht den angemessenen Ausgleich bestimmt. Die Bestimmung in Ziffer 4.4 des Beherrschungsvertrags gewährt allen außenstehenden GSW Aktionären für den Fall eines etwaigen Spruchverfahrens einen Anspruch auf Ergänzung der Garantiedividende, wenn das Gericht rechtskräftig eine höhere Garantiedividende festsetzt. Gleiches gilt, wenn sich die Deutsche Wohnen AG gegenüber einem GSW Aktionär in einem Vergleich zur Abwendung oder zur Beendigung eines Verfahrens nach §§ 1 ff. SpruchG zur Zahlung einer höheren Garantiedividende verpflichtet. Diese Ansprüche bestehen auch für diejenigen GSW Aktionäre, die zwischenzeitlich das Abfindungsangebot gemäß Ziffer 5 des Beherrschungsvertrags angenommen haben (vgl. im Einzelnen die Ausführungen zu Ziffer 5.5 des Beherrschungsvertrags in Abschnitt C.2.1.5(v)). Diese Ansprüche bestehen ferner unabhängig davon, ob der GSW Aktionär an einem etwaigen Spruchverfahren beteiligt war (vgl. § 13 Satz 2 SpruchG).

### **2.1.5 Abfindung (Ziffer 5 des Beherrschungsvertrags)**

#### **(i) Art der Abfindungsleistung**

Außer der Verpflichtung zur Ausgleichsleistung nach § 304 AktG muss der Beherrschungsvertrag auch die Verpflichtung der Deutsche Wohnen AG als herrschendem Unternehmen enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden GSW Aktionärs dessen GSW Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben (§ 305 Abs. 1 AktG).

Nach § 305 Abs. 2 Nr. 1 AktG muss der Beherrschungsvertrag als Abfindung die Gewährung von Aktien der herrschenden Gesellschaft vorsehen, wenn die herrschende Gesellschaft eine nicht abhängige und nicht in Mehrheitsbesitz stehende Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien ist.

Da die Deutsche Wohnen AG eine nicht abhängige und nicht in Mehrheitsbesitz stehende Aktiengesellschaft ist, bietet sie den außenstehenden GSW Aktionären, die anlässlich des Beherrschungsvertrags ausscheiden wollen, entsprechend dieser gesetzlichen Regelung im Beherrschungsvertrag eine Abfindung in Aktien der Deutsche Wohnen AG an.

Die für das Abfindungsangebot erforderlichen neuen Aktien der Deutsche Wohnen AG („**Abfindungsaktien**“) werden im Rahmen einer Kapitalerhöhung der Deutsche Wohnen AG aus bedingtem Kapital gegen Einlage der im Rahmen des Abfindungsangebots der Deutsche Wohnen AG angebotenen GSW Aktien geschaffen und ausgegeben.

Zu diesem Zweck werden Vorstand und Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen AG der Hauptversammlung am 11. Juni 2014 vorschlagen, das Grundkapital der Deutsche Wohnen AG um bis zu EUR 15.000.000,00 durch Ausgabe von bis zu 15.000.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien bedingt zu erhöhen. Die bedingte Kapitalerhöhung dient dem Zweck der Gewährung einer Abfindung in Aktien der Deutsche Wohnen AG an die außenstehenden GSW Aktionäre gemäß den Bestimmungen des Beherrschungsvertrags zu dem in Ziffer 5.1 des Beherrschungsvertrags bestimmten bzw. einem gemäß Ziffer 5.4 oder Ziffer 5.5 des Beherrschungsvertrags angepassten Umtauschverhältnis.

Soweit im Rahmen eines nach Ziffer 5.2 des Beherrschungsvertrags durchgeführten Ausgleichs für Teilrechte auf neue Aktien der Deutsche Wohnen AG („**Aktienteilrechte**“) an einem Liefertermin trotz Zusammenlegung keine vollen Aktienrechte entstehen, werden die übrigen Teilrechte in bar ausgeglichen (vgl. im Detail Abschnitt C.2.1.5(iii)).

In Bezug auf die Dividendenberechtigung der neuen Aktien ist für den Fall, dass GSW Aktionäre ihre GSW Aktien vor Bezug einer Dividende oder Ausgleichszahlung auf ihre GSW Aktien für das Geschäftsjahr 2014 bzw. für nachfolgende Geschäftsjahre in Aktien der Deutsche Wohnen tauschen, vorgesehen, ihnen – soweit rechtlich und tatsächlich möglich – jeweils Aktien der Deutsche Wohnen zu gewähren, die von dem Beginn des letzten abgelaufenen Geschäftsjahrs vor ihrer Entstehung am Gewinn teilnehmen. Für den Fall, dass GSW Aktionäre ihre GSW Aktien nach Bezug einer Dividende oder Ausgleichszahlung 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, ist vorgesehen, ihnen jeweils Aktien der Deutsche Wohnen AG zu gewähren, die von dem Beginn des Geschäftsjahrs an, in dem sie entstehen, am Gewinn teilnehmen.

(ii) Höhe der Abfindung

Die Deutsche Wohnen AG bietet den außenstehenden GSW Aktionären, die aus Anlass des Beherrschungsvertrags aus der Gesellschaft ausscheiden möchten, gemäß § 305 Abs. 1, Abs. 2 Nr. 1 AktG eine Abfindung in Aktien

der Deutsche Wohnen AG an. Im Rahmen dieser Abfindung erhalten die Aktionäre der GSW Immobilien AG für je 3 GSW Aktien 7 neue auf den Inhaber lautende Stückaktien der Deutsche Wohnen AG mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils EUR 1,00 (Ziffer 5.1 des Beherrschungsvertrags). Die Abfindung kann sich möglicherweise erhöhen, sofern eine solche höhere Abfindung in einem Verfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz gerichtlich oder auf andere Weise bestimmt wird. Einzelheiten zur Höhe und Ermittlung der angemessenen Abfindung in Aktien sind in Abschnitt C.3 und zu einer möglichen Erhöhung der Abfindung im folgenden Abschnitt sowie in Abschnitt C.2.2 erläutert.

(iii) Ausgleich für Spitzenbeträge

§ 305 Abs. 3 Satz 1 AktG bestimmt, dass Spitzenbeträge in bar ausgeglichen werden können. Ziffer 5.2 des Beherrschungsvertrags konkretisiert diese gesetzliche Vorschrift dahingehend, dass für einen Barausgleich 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 börslich veräußert werden; die Inhaber von Aktienteilrechten erhalten einen Barausgleich durch Gutschrift 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 AG im XETRA-Handel (oder einem entsprechenden Nachfolgesystem) in Frankfurt am Main zwei Tage vor der jeweiligen Gutschrift des Barausgleichs. Die vereinbarte Art der Berechnung des Barausgleichs hat für die außenstehenden GSW Aktionäre den Vorteil, dass ihnen auch in Bezug auf ihre nach Zusammenlegung noch fortbestehenden Aktienteilrechte eine Abfindung in Höhe des im Zeitpunkt der Andienung bestehenden Gegenwerts gewährt wird. Auf diesem Weg wird eine Gleichbehandlung aller außenstehenden GSW Aktionäre sichergestellt, deren Aktienteilrechte zu einem bestimmten Liefertermin ausgeglichen werden.

(iv) Frist zur Annahme des Abfindungsangebots

Die Verpflichtung der Deutsche Wohnen AG zum Erwerb der von den außenstehenden GSW Aktionären gehaltenen GSW Aktien gegen Abfindung ist gemäß Ziffer 5.3 des Beherrschungsvertrags befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens des Beherrschungsvertrags im Handelsregister des Sitzes der GSW Immobilien AG nach § 10 HGB als bekannt gemacht gilt. Zur Wahrung der Frist genügt der rechtzeitige Zugang der schriftlichen Annahmeerklärung bei der Deutsche Wohnen AG. Die Befristung des Abfindungsangebots ist gemäß

§ 305 Abs. 4 AktG zugelassen und in der Praxis üblich. Die Regelung einer Zweimonatsfrist entspricht der gesetzlichen Regelung nach § 305 Abs. 4 Satz 2 AktG. Die Rechte der außenstehenden Aktionäre nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG bleiben unberührt (siehe sogleich).

Nach den derzeitigen rechtlichen Vorgaben können außenstehende GSW Aktionäre gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 1 SpruchG innerhalb von drei Monaten nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens des Beherrschungsvertrags im Handelsregister des Sitzes der GSW Immobilien AG nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist, einen Antrag auf gerichtliche Entscheidung über die zu gewährende Abfindung stellen. § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG bestimmt, dass die Frist zum Tausch von Aktien der beherrschten Gesellschaft gegen Aktien der herrschenden Gesellschaft im Falle eines Antrags auf gerichtliche Bestimmung der Ausgleichsleistungen oder der Abfindung frühestens zwei Monate nach dem Tag endet, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag eines Aktionärs im Bundesanzeiger bekannt gemacht worden ist. Ziffer 5.3 Satz 4 des Beherrschungsvertrags stellt klar, dass diese gesetzliche Regelung uneingeschränkt gilt. Wenn ein Spruchverfahren eingeleitet wird, können die GSW Aktionäre ihre Aktien bis zum Ablauf von zwei Monaten nach dem Tag, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag eines außenstehenden Aktionärs der GSW Immobilien AG im Bundesanzeiger bekannt gemacht worden ist, andienen und gegen Aktien der Deutsche Wohnen AG tauschen („**gesetzliche Andienungsfrist**“).

Die Erklärung der außenstehenden GSW Aktionäre, das Abfindungsangebot in Aktien der Deutsche Wohnen AG annehmen zu wollen bzw. ihre Aktien anzudienen, muss innerhalb der wie vorstehend erläutert zu bestimmenden Frist (einschließlich der gesetzlichen Andienungsfrist) zugehen. Nach Ablauf der Frist ist eine Annahme des Abfindungsangebots nicht mehr möglich.

(v) Sonstige Angaben zu Ziffer 5 des Beherrschungsvertrags

Ziffer 5.4 des Beherrschungsvertrags sieht vor, dass das Umtauschverhältnis im Fall der Durchführung von Kapitalmaßnahmen, die innerhalb der durch Ziffer 5.3 bestimmten Frist zum Umtausch der GSW Aktien in Aktien der Deutsche Wohnen AG durch die Deutsche Wohnen AG oder die GSW Immobilien AG erfolgen, im gesetzlich gebotenen Rahmen anzupassen ist. Eine solche Anpassung könnte beispielsweise rechtlich geboten sein, wenn die Deutsche Wohnen AG eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien durchführt oder in bestimmten Fällen der Kapitalherabsetzung durch die GSW Immobilien AG.

Ziffer 5.5 des Beherrschungsvertrags dient wiederum dem Schutz und der gleichmäßigen Behandlung aller außenstehenden GSW Aktionäre. Die Bestimmung gewährt allen außenstehenden Aktionären der GSW Immobilien AG für den Fall eines etwaigen Spruchverfahrens nach §§ 1 ff. SpruchG einen Anspruch auf Ergänzung der Abfindung, wenn das Gericht rechtskräftig eine höhere Abfindung festsetzt oder wenn sich die Deutsche Wohnen AG gegenüber einem außenstehenden Aktionär der GSW Immobilien AG in einem Vergleich zur Abwendung oder zur Beendigung eines Verfahrens nach dem Spruchverfahrensgesetz zur Erhöhung der Abfindung verpflichtet. Dieser Anspruch besteht auch dann, wenn der außenstehende Aktionär der GSW Immobilien AG bereits abgefunden worden ist, und zwar unabhängig davon, ob der außenstehende GSW Aktionär an einem etwaigen Spruchverfahren beteiligt war.

Gemäß Ziffer 5.6 des Beherrschungsvertrags ist die Annahme des Abfindungsangebots für die außenstehenden GSW Aktionäre, soweit diese über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen, kostenfrei. Dadurch wird sichergestellt, dass die außenstehenden GSW Aktionäre nicht mit Spesen, Provisionen oder sonstigen Bearbeitungsgebühren der Banken belastet werden.

#### **2.1.6 Wirksamkeit (Ziffer 6 des Beherrschungsvertrags)**

Der Vertrag bedarf der Zustimmung der Hauptversammlungen der Vertragsparteien und wird mit seiner anschließenden Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der GSW Immobilien AG wirksam (Ziffern 6.1 bzw. 6.2 des Beherrschungsvertrags). Das Leitungs- und Weisungsrecht besteht ab Eintragung des Beherrschungsvertrags.

Die Verlustausgleichsverpflichtung gemäß Ziffer 3 des Beherrschungsvertrags gilt erstmals für das gesamte Geschäftsjahr der GSW Immobilien AG, in dem der Beherrschungsvertrag wirksam wird. Erfolgen die hierzu erforderliche Zustimmung der Hauptversammlungen der Vertragsparteien sowie die Eintragung des Beherrschungsvertrags im Handelsregister des Sitzes der GSW Immobilien AG während des Geschäftsjahrs 2014, so gilt die Verlustausgleichsverpflichtung für das gesamte Geschäftsjahr 2014 der GSW Immobilien AG. Etwas anderes gilt, wenn der Beherrschungsvertrag erst nach dem 31. Dezember 2014 oder nach dem entsprechenden Datum eines Folgejahres in das Handelsregister des Sitzes der GSW Immobilien AG eingetragen werden sollte. Dann besteht die Verlustausgleichspflicht erst für das Geschäftsjahr, in dem der Beherrschungsvertrag eingetragen wird.

### **2.1.7 Vertragsdauer, Kündigung (Ziffer 7 des Beherrschungsvertrags)**

Der Beherrschungsvertrag ist auf unbestimmte Zeit geschlossen (Ziffer 7.1 Satz 1 des Beherrschungsvertrags) und kann gemäß Ziffer 7.1 Satz 2 des Beherrschungsvertrags von beiden Vertragsparteien ordentlich mit einer Frist von drei Monaten zum Ende eines jeden Geschäftsjahrs der GSW Immobilien AG gekündigt werden. Die Kündigungserklärung bedarf der Schriftform (Ziffer 7.1 Satz 3 des Beherrschungsvertrags).

Gemäß Ziffer 7.2 Satz 1 des Beherrschungsvertrags kann der Beherrschungsvertrag im Übrigen von jeder Vertragspartei bei Vorliegen eines wichtigen Grundes ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist gekündigt werden. Bei einer fristlosen Kündigung aus wichtigem Grund endet dieser Vertrag mit dem Ablauf des in der Kündigung genannten Tages, frühestens jedoch mit dem Ablauf des Tages, an dem die Kündigung zugeht (Ziffer 7.3 des Beherrschungsvertrags). Das Kündigungsrecht aus wichtigem Grund besteht kraft Gesetzes und kann vertraglich nicht ausgeschlossen werden. Ein wichtiger Grund zur Kündigung liegt vor, wenn unter Abwägung aller Umstände dem kündigungswilligen Vertragsteil eine Fortsetzung des Vertragsverhältnisses nicht mehr zugemutet werden kann. So kann beispielsweise eine Verschlechterung der Vermögens- oder Ertragslage der abhängigen Gesellschaft das herrschende Unternehmen zur Kündigung berechtigen, wenn die Risiken für das herrschende Unternehmen nicht mehr tragbar sind und die Situation nicht von ihm zu vertreten ist. Umgekehrt kann das abhängige Unternehmen z. B. kündigen, wenn das herrschende Unternehmen voraussichtlich nicht in der Lage ist, seine aufgrund des Beherrschungsvertrags bestehenden Verpflichtungen (Verlustübernahme, Ausgleichsleistungen und Abfindung) zu erfüllen.

Nach Ziffer 7.2 Satz 2 des Beherrschungsvertrags gelten als wichtige Gründe insbesondere:

- ein Vorgang, der zur Folge hat, dass der Deutsche Wohnen AG nicht mehr direkt die Mehrheit der Stimmrechte aus den Aktien der GSW Immobilien AG zusteht oder sie sich vertraglich verpflichtet hat, Aktien der GSW Immobilien AG auf einen Dritten zu übertragen, so dass ihr mit dem bevorstehenden, gegebenenfalls noch von externen Bedingungen abhängenden Vollzug des Vertrags die Mehrheit der Stimmrechte aus den Aktien der GSW Immobilien AG nicht mehr direkt zusteht;
- das Zustandekommen eines kombinierten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags oder eines isolierten Gewinnabführungsvertrags zwischen den Vertragsparteien oder zwischen der GSW Immobilien AG und einem von der Deutsche Wohnen AG abhängigen Unternehmen (außer der GSW Immobilien AG und von der GSW Immobilien AG abhängige Unternehmen);

- eine Änderung steuerrechtlicher Normen oder der Rechtsprechung, sofern das Bestehen oder Nichtbestehen eines Organschaftsverhältnisses zwischen beiden Vertragsparteien hiervon betroffen ist; oder
- die Umwandlung der GSW Immobilien AG oder der Deutsche Wohnen AG, insbesondere durch Spaltung, Verschmelzung oder Formwechsel.

Der in der vorstehenden Aufzählung zuerst genannte Kündigungsgrund ermöglicht in seiner ersten Alternative eine Kündigung insbesondere bereits dann, wenn die Deutsche Wohnen AG von ihr gehaltene Aktien der GSW Immobilien AG an eine Konzerngesellschaft des Deutsche Wohnen Konzerns überträgt und die Deutsche Wohnen AG dadurch die Mehrheit der Stimmrechte aus den Aktien der GSW Immobilien AG verliert.

Bei einer Beendigung des Beherrschungsvertrags findet die gesetzliche Regelung des § 303 AktG Anwendung: Endet ein Beherrschungsvertrag, hat das herrschende Unternehmen Gläubigern der beherrschten Gesellschaft Sicherheit zu leisten, wenn sie sich binnen sechs Monaten nach der Bekanntmachung der Eintragung zu diesem Zweck bei dem herrschenden Unternehmen melden. Diese Verpflichtung besteht nach § 303 Abs. 1 und 2 AktG allerdings nur gegenüber solchen Gläubigern, deren Forderungen begründet wurden, bevor die Eintragung der Beendigung eines Beherrschungsvertrags in das Handelsregister nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist, und die im Falle eines Insolvenzverfahrens kein Recht auf vorzugsweise Befriedigung aus einer Deckungsmasse haben, die nach gesetzlicher Vorschrift zu ihrem Schutz errichtet und staatlich überwacht ist. Das herrschende Unternehmen kann sich für die Forderung verbürgen, statt Sicherheit zu leisten, wobei § 349 HGB über den Ausschluss der Einrede der Vorausklage in diesem Fall nicht anzuwenden ist (§ 303 Abs. 3 AktG).

### **2.1.8 Schlussbestimmungen (Ziffer 8 des Beherrschungsvertrags)**

Nach Ziffer 8.1 Satz 1 des Beherrschungsvertrags bedürfen Änderungen und Ergänzungen des Beherrschungsvertrags der Schriftform. Das Schriftformerfordernis gilt dabei auch für Änderungen oder Ergänzungen der Schriftformklausel der Ziffer 8.1 Satz 1 des Beherrschungsvertrags (Ziffer 8.1 Satz 2 des Beherrschungsvertrags). Davon unberührt sind die Voraussetzungen für eine Änderung des Beherrschungsvertrags, die sich aus einer Anwendung des § 295 AktG ergeben.

Ziffer 8.2 des Beherrschungsvertrags (sogenannte salvatorische Klausel) soll die Aufrechterhaltung des wesentlichen Gehalts des Beherrschungsvertrags sicherstellen, falls sich einzelne Vertragsbestimmungen wider Erwarten als ganz oder teilweise unwirksam, undurchführbar oder lückenhaft erweisen sollten. Hierbei

handelt es sich um eine typischerweise in Beherrschungsverträgen enthaltene Regelung.

## **2.2 Abfindungsaktien der Deutsche Wohnen AG und banktechnische Abwicklung der Abfindung sowie der Ausgleichszahlung**

Die Abfindungsaktien wird die Deutsche Wohnen AG nach derzeitigem Sachstand ausschließlich im Wege einer bedingten Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage und unter Ausschluss des gesetzlichen Bezugsrechts der Aktionäre schaffen. Zu diesem Zweck wird die Hauptversammlung der Deutsche Wohnen AG über die Schaffung eines neuen bedingten Kapitals im Rahmen der ordentlichen Hauptversammlung beschließen, die auch über die Zustimmung zum Beherrschungsvertrag entscheidet (vgl. im Detail unter Abschnitt B.2.5.3(ii)).

Als Sacheinlage sollen die im Rahmen des Abfindungsangebots durch die außenstehenden GSW Aktionäre eingereichten GSW Aktien in die Deutsche Wohnen AG eingebracht werden. Die außenstehenden GSW Aktionäre erhalten im Gegenzug für diese Aktien die Abfindungsaktien.

Die Deutsche Wohnen AG wird die Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main, als Zentralabwicklungsstelle („Zentralabwicklungsstelle“) mit der wertpapiertechnischen Abwicklung der Abfindung in Aktien nach Ziffer 5 des Beherrschungsvertrags beauftragen. Die Aktionäre, die das Abfindungsangebot annehmen wollen, müssen – nach erfolgter, an die Zentralabwicklungsstelle zu adressierender schriftlicher Erklärung der Annahme des Abfindungsangebots – ihre Depotbank beauftragen, ihre Aktien bei der Zentralabwicklungsstelle zwecks Entgegennahme der Abfindungsaktien auf dem Girosammelwege einzureichen. Nachdem die Abfindungsaktien entstanden sind, überträgt die Zentralabwicklungsstelle eine entsprechende Anzahl an Abfindungsaktien an die außenstehenden GSW Aktionäre, die ihre GSW Aktien eingereicht haben. Die Abfindung erfolgt kostenfrei für die außenstehenden GSW Aktionäre, soweit diese über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen.

Für Spitzenbeträge, also GSW Aktien, für die der Inhaber auf Grundlage des Umtauschverhältnisses nicht zum Bezug einer vollen Aktie der Deutsche Wohnen AG berechtigt ist, wird ein Barausgleich gewährt (Ziffer 5.2 des Beherrschungsvertrags), der von der Zentralabwicklungsstelle an den jeweiligen außenstehenden GSW Aktionär gezahlt wird. Zu den weiteren Einzelheiten der Berechnung der Höhe des Barausgleichs wird auf Abschnitt C.2.1.5(iii) verwiesen.

Einzelheiten der Abwicklung werden unverzüglich nach Eintragung des Beherrschungsvertrags in das Handelsregister bekannt gegeben.

Für GSW Aktien, die im Rahmen der gesetzlichen Andienungsfrist (siehe hierzu Abschnitt C.2.1.5(iv)) angemeldet und gegen Aktien der Deutsche Wohnen AG

getauscht werden sollen, erfolgt die Abwicklung entsprechend dem in den voranstehenden Absätzen dargestellten Verfahren.

Ausgleichszahlungen gemäß Ziffer 4 des Beherrschungsvertrags werden auf demselben Weg abgewickelt wie Dividendenzahlungen.

### **2.3 Vereinbarungen mit dem Drittinvestor**

Gemäß § 305 AktG ist die Deutsche Wohnen AG verpflichtet, allen außenstehenden GSW Aktionären anzubieten, ihre Aktien gegen eine festzulegende Abfindung zu erwerben (wie näher unter Abschnitt C.2.1.5 beschrieben). Dabei soll aus grunderwerbsteuerlichen Gründen der Erwerb von GSW Aktien (oder entsprechenden Übereignungsansprüchen) durch die Deutsche Wohnen AG im Zuge des Abfindungsangebots auf – zusammengerechnet mit den Bestandsaktien – höchstens 95 % minus 10.000 der GSW Aktien („**GSW-Zielgrundkapitalanteil**“) begrenzt werden.

Gemäß § 1 Abs. 3 und Abs. 3a Grunderwerbsteuergesetz („**GrEStG**“) führt der Erwerb von mindestens 95 % der Anteile an einer Gesellschaft zu einer Grunderwerbsteuerpflicht in Bezug auf die zum Gesellschaftsvermögen gehörenden, in Deutschland gelegenen Grundstücke, wobei der in Berlin anwendbare Steuersatz derzeit 6 % beträgt. Die Steuerpflicht gemäß § 1 Abs. 3 und Abs. 3a GrEStG entstände, wenn die Deutsche Wohnen AG im Zuge des Abfindungsangebots einen Anteil am Kapital der GSW Immobilien AG von mindestens 95 % erwerben würde.

Um dies zu verhindern, wurden die folgenden Maßnahmen ergriffen:

- Die Deutsche Wohnen AG und der Drittinvestor haben einen Vertrag geschlossen, wonach der Drittinvestor verpflichtet ist, von der Deutsche Wohnen AG Bestandsaktien in einer Stückzahl von 5 % plus 10.000 GSW Aktien (berechnet auf das Grundkapital der GSW Immobilien AG vor Beginn des Abfindungsangebots) zu erwerben. Dieser Erwerb wird kurz vor dem Beginn des Abfindungsangebots an die GSW Aktionäre erfolgen.
- Die Vereinbarung sieht ferner vor, dass die Deutsche Wohnen AG, soweit ihr Anteilsbesitz an der GSW Immobilien AG alleine oder gemeinsam mit anderen Unternehmen des Deutsche Wohnen Konzerns nicht mehr als den GSW-Zielgrundkapitalanteil erreicht, von dem Drittinvestor die Rückübertragung einer von der Deutsche Wohnen AG zu bestimmenden Anzahl von GSW Aktien verlangen kann.
- Weiter ist die Deutsche Wohnen AG jederzeit berechtigt, einen von ihr unabhängigen Dritten zu benennen, an den der Drittinvestor eine von der Deutsche Wohnen AG zu bestimmende Anzahl von GSW Aktien veräußern muss. Schließlich kann die Deutsche Wohnen AG verlangen, dass der

Drittinvestor GSW Aktien oder Aktien vertretende Zertifikate im Markt platziert. In beiden Fällen muss die Deutsche Wohnen AG dem Drittinvestor einen eventuellen Differenzbetrag zwischen dem von ihm gezahlten Erwerbspreis und dem Veräußerungserlös erstatten.

## **2.4 Erläuterung der Auswirkungen des Beherrschungsvertrags**

### **2.4.1 Gesellschaftsrechtliche Auswirkungen für die außenstehenden GSW Aktionäre**

Mit Wirksamwerden des Leitungs- und Weisungsrechts der Deutsche Wohnen AG gegenüber der GSW Immobilien AG gemäß Ziffer 1 des Beherrschungsvertrags, d.h. mit Eintragung des Beherrschungsvertrags im Handelsregister des Sitzes der GSW Immobilien AG nach Zustimmung der Hauptversammlungen der Vertragsparteien, unterstellt die GSW Immobilien AG die Leitung ihrer Gesellschaft der Deutsche Wohnen AG und erhält die Deutsche Wohnen AG das Recht, dem Vorstand GSW hinsichtlich der Leitung der GSW Immobilien AG Weisungen zu erteilen. Der Vorstand GSW ist verpflichtet, den Weisungen der Deutsche Wohnen AG Folge zu leisten. Die Deutsche Wohnen AG kann dabei dem Vorstand GSW auch nachteilige Weisungen erteilen, sofern diese Weisungen den Belangen der Deutsche Wohnen AG oder der konzernverbundenen Unternehmen der Deutsche Wohnen AG dienen. Derartige nachteilige Weisungen können ungeachtet der Verlustausgleichspflicht der Deutsche Wohnen AG erhebliche negative Auswirkungen auf die Vermögens- und Ertragslage der GSW Immobilien AG haben, die auch nach einer etwaigen Beendigung des Beherrschungsvertrags bestehen bleiben.

Die außenstehenden GSW Aktionäre werden durch das im Beherrschungsvertrag vereinbarte Leitungs- und Weisungsrecht der Deutsche Wohnen AG gegenüber der GSW Immobilien AG in ihren Herrschaftsrechten und möglicherweise in ihren Vermögensrechten beeinträchtigt. Für diese Beeinträchtigungen werden die außenstehenden GSW Aktionäre ab dem Geschäftsjahr, in dem das Leitungs- und Weisungsrecht wirksam wird, durch die von der Deutsche Wohnen AG zu leistende Garantiedividende entschädigt.

Nach Maßgabe von Ziffer 4 des Beherrschungsvertrags ist eine jährliche Ausgleichszahlung zu leisten, sofern die für ein Geschäftsjahr von der GSW Immobilien AG gezahlte Dividende (einschließlich eventueller Abschlagszahlungen) je GSW Aktie hinter der Garantiedividende zurückbleibt. Ist danach von der Deutsche Wohnen AG eine Ausgleichszahlung zu leisten, wird diese unverzüglich nach dem jeweiligen Fälligkeitstermin an die außenstehenden GSW Aktionäre ausgezahlt. Nach der derzeitigen Rechtsprechung tritt die Fälligkeit grundsätzlich mit dem Ende der auf ein Geschäftsjahr folgenden ordentlichen Hauptversammlung der abhängigen Gesellschaft, vorliegend der GSW Immobilien AG, ein. Die technische Abwicklung der Zahlung erfolgt wie im Falle einer Dividendenzahlung über die jeweiligen Depotbanken (siehe hierzu Abschnitt C.2.2).

Alternativ zum Erhalt der Ausgleichszahlung können die außenstehenden GSW Aktionäre von dem Abfindungsangebot der Deutsche Wohnen AG nach § 305 AktG Gebrauch machen und gegen Gewährung der in Ziffer 5.1 des Beherrschungsvertrags festgelegten Abfindung in Stückaktien der Deutsche Wohnen AG als Aktionär aus der GSW Immobilien AG ausscheiden. Hinsichtlich der Einzelheiten zu den Ausgleichsleistungen und dem Abfindungsangebot wird auf die vorstehenden Erläuterungen in den Abschnitten C.2.1.4 und C.2.1.5 zu den Ziffern 4 bzw. 5 des Beherrschungsvertrags verwiesen.

Das Recht auf die Abfindung verlieren die außenstehenden GSW Aktionäre nicht dadurch, dass sie bereits Ausgleichszahlungen entgegengenommen haben. Die Annahme des Abfindungsangebots kann auch erst erfolgen, nachdem bereits Ausgleichszahlungen durch die Deutsche Wohnen AG erfolgt sind, was insbesondere bei Annahme des Abfindungsangebots während oder nach Abschluss eines Spruchverfahrens der Fall sein kann (vgl. § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG und Ziffer 5.5 des Beherrschungsvertrags).

Mit Wirksamwerden des Beherrschungsvertrags entsteht die Verpflichtung der Deutsche Wohnen AG, die Aktien der außenstehenden GSW Aktionäre gegen Leistung der in Ziffer 5.1 des Beherrschungsvertrags festgelegten Abfindung in Aktien zu erwerben. Von diesem Zeitpunkt an können die außenstehenden GSW Aktionäre durch Erklärung gegenüber ihrer jeweiligen Depotbank von ihrem Recht auf Übertragung ihrer Aktien auf die Deutsche Wohnen AG und Erbringung der im Beherrschungsvertrag festgelegten Abfindung Gebrauch machen. Diejenigen GSW Aktionäre, die von ihrem Recht auf Übertragung ihrer Aktien auf die Deutsche Wohnen AG keinen Gebrauch machen, bleiben weiterhin GSW Aktionäre und erhalten die Ausgleichszahlung.

Unmittelbar nach Eintragung des Beherrschungsvertrags in das Handelsregister des Sitzes der GSW Immobilien AG werden die näheren Einzelheiten der Abwicklung des Abfindungsangebots des Verfahrens im Bundesanzeiger bekannt gegeben sowie über die jeweiligen Depotbanken den außenstehenden Aktionären der GSW Immobilien AG mitgeteilt. Die Abwicklung der Übertragung der GSW Aktien auf die Deutsche Wohnen AG infolge einer Annahme des Abfindungsangebots erfolgt für die außenstehenden GSW Aktionäre kostenfrei, soweit diese über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen.

Die Verpflichtung der Deutsche Wohnen AG zur Übernahme von GSW Aktien der außenstehenden GSW Aktionäre gegen Abfindung in Aktien der Deutsche Wohnen AG ist gemäß Ziffer 5.3 des Beherrschungsvertrags befristet. Die Erklärung der außenstehenden GSW Aktionäre, das Abfindungsangebot der Deutsche Wohnen AG annehmen zu wollen, muss innerhalb dieser Frist zugehen (vgl. die Erläuterungen vorstehend in Abschnitt C.2.1.5(iv) zu den Einzelheiten der Befristung der Verpflichtung der Deutsche Wohnen AG). Nach Ablauf der in Ziffer 5.3 des

Beherrschungsvertrags bezeichneten Frist ist eine Annahme des Abfindungsangebots bzw. eine Andienung und ein Tausch der GSW Aktien in Stückaktien der Deutsche Wohnen AG nicht mehr möglich.

Darüber hinaus hat der Abschluss des Beherrschungsvertrags keine rechtlichen Auswirkungen auf die Beteiligung der außenstehenden GSW Aktionäre. Insbesondere bestimmen sich die mit ihren Aktien verbundenen Stimm- und sonstigen Beteiligungsrechte auch nach der Eintragung des Beherrschungsvertrags im Handelsregister nach der GSW Satzung und den gesetzlichen Vorschriften. Allerdings kann die Deutsche Wohnen AG gemäß dem Beherrschungsvertrag dem Vorstand GSW auch nachteilige Weisungen erteilen. Derartige nachteilige Weisungen können ungeachtet der Verlustübernahmepflicht der Deutsche Wohnen AG erhebliche negative Auswirkungen auf die Vermögens- und Ertragslage der GSW Immobilien AG haben, die gegebenenfalls auch nach einer etwaigen Beendigung des Beherrschungsvertrags fortwirken.

Die Börsennotierung der GSW Aktien wird von der Eintragung des Beherrschungsvertrags im Handelsregister nicht berührt. Es kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass ein Großteil der außenstehenden GSW Aktionäre das Abfindungsangebot annehmen und sich die Zahl der im Streubesitz gehaltenen GSW Aktien weiter verringern wird. Dies kann zur Folge haben, dass ein ordnungsgemäßer Börsenhandel mit GSW Aktien nicht mehr gewährleistet ist. Die daraus resultierende weitere Verringerung der Liquidität der GSW Aktie könnte unter Umständen zu größeren Kursschwankungen der GSW Aktie als in der Vergangenheit führen. Zu berücksichtigen ist auch, dass mit Ablauf des 27. Mai 2014 der Widerruf der Zulassung der GSW Aktien zum Handel im Teilbereich des regulierten Markts mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse und ein Wechsel in den regulierten Markt (General Standard) erfolgt.

#### **2.4.2 Schutz der außenstehenden Aktionäre**

Der Schutz der Interessen der außenstehenden GSW Aktionäre im Zusammenhang mit dem Abschluss des Beherrschungsvertrags wird, wie nachfolgend beschrieben, durch die Gewährung einer Abfindung und einer Ausgleichszahlung sichergestellt, deren Angemessenheit durch einen gerichtlich bestellten Vertragsprüfer überprüft wurde. Sollten außenstehende GSW Aktionäre der Auffassung sein, dass die im Beherrschungsvertrag festgelegte Abfindung und/oder die Garantiedividende nicht angemessen sind, können sie deren Angemessenheit in einem Spruchverfahren gerichtlich nachprüfen lassen.

(i) Garantiedividende und Abfindung

Den Interessen der außenstehenden GSW Aktionäre wird durch die gesetzlichen Vorschriften zur Leistung einer Ausgleichszahlung und zum Angebot eines Erwerbs ihrer Aktien gegen Abfindung durch eine angemessene Anzahl an Aktien der Deutsche Wohnen AG sowie deren Umsetzung im Beherrschungsvertrag in Form der Garantiedividende und der Abfindung Rechnung getragen.

Für die Einschränkung ihrer Herrschaftsrechte durch das Inkrafttreten des Leitungs- und Weisungsrechts gemäß Ziffer 1 des Beherrschungsvertrags erhalten die außenstehenden GSW Aktionäre ab dem Geschäftsjahr, in dem der Beherrschungsvertrag wirksam wird, durch die Verpflichtung der Deutsche Wohnen AG zur Leistung einer Ausgleichszahlung in Form einer Garantiedividende nach Ziffern 4.1 und 4.2 des Beherrschungsvertrags in Verbindung mit § 304 AktG volle wirtschaftliche Kompensation.

Auf der Grundlage des Bewertungsgutachtens haben die Vertragsparteien einen Bruttoausgleichsbetrag von EUR 1,66 je GSW Aktie festgelegt. Hiervon sind Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz abzusetzen. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses gelangen auf diesen Bruttoausgleichsbetrag von EUR 1,66 je GSW Aktie 15 % Körperschaftsteuer zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag, das sind insgesamt EUR 0,26 je GSW Aktie, zum Abzug. Daraus ergibt sich nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses eine Garantiedividende in Höhe von EUR 1,40 je GSW Aktie für jedes volle Geschäftsjahr (vgl. zur rechtlichen Grundlage der Garantiedividende Abschnitt C.2.1.4(i), zur Berechnung der Garantiedividende bzw. des Ausgleichs Abschnitte C.3.1 und C.3.2 und zur etwaigen kapitalertragsteuerlichen Behandlung des Ausgleichs die Abschnitte C.2.4.3(i) und C.2.4.3(ii)).

Alternativ haben die außenstehenden GSW Aktionäre das Recht, nach Eintragung des Beherrschungsvertrags in das Handelsregister des Sitzes der GSW Immobilien AG die von ihnen gehaltenen GSW Aktien gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung in Aktien der Deutsche Wohnen AG auf die Deutsche Wohnen AG zu übertragen. Bei der Bemessung der in Ziffer 5.1 des Beherrschungsvertrags festgelegten Abfindungsverhältnisses von 3 GSW Aktien zu 7 Stückaktien der Deutsche Wohnen AG wurden die Verhältnisse der GSW Immobilien AG zugrunde gelegt, wie sie sich im Zeitpunkt der Beschlussfassung der geplanten Hauptversammlung der GSW Immobilien AG am 18. Juni 2014 darstellen (vgl. die ausführliche Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Abfindung in den Abschnitten C.3.1 und C.3.3).

(ii) Vertragsprüfung durch einen sachverständigen Prüfer

Auf gemeinsamen Antrag der Vorstände der GSW Immobilien AG und der Deutsche Wohnen AG vom 12. März 2014 hat das Landgericht Berlin durch Beschluss vom 18. März 2014 gemäß § 293c Abs. 1 AktG die Mazars GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zum sachverständigen Prüfer im Sinne von § 293b Abs. 1 AktG ausgewählt und bestellt. Der Vertragsprüfer prüft den Beherrschungsvertrag und insbesondere die Angemessenheit des jährlichen Ausgleichs sowie der Abfindung und erstellt hierüber gemäß § 293e AktG einen gesonderten Bericht. Sein Bericht wird zusammen mit den in § 293f Abs. 1 AktG genannten Unterlagen von der Einberufung zu den ordentlichen Hauptversammlungen der Deutsche Wohnen AG am 11. Juni 2014 und der GSW Immobilien AG am 18. Juni 2014 an in den Geschäftsräumen der Deutsche Wohnen AG und der GSW Immobilien AG ausliegen sowie auf den Internetseiten der Deutsche Wohnen AG unter <http://www.deutsche-wohnen.com> (dort im Bereich „Investor Relations“ > „Hauptversammlungen“ > „Ordentliche Hauptversammlung 2014“) und der GSW Immobilien AG unter <http://www.gsw.ag> (dort in der Rubrik „Hauptversammlung“ – „2014“) zugänglich sein. Er wird ferner während der Hauptversammlungen der Deutsche Wohnen AG und der GSW Immobilien AG ausliegen.

(iii) Spruchverfahren

Sollten außenstehende GSW Aktionäre der Ansicht sein, dass die im Beherrschungsvertrag unter Ziffer 4.1 festgelegte Höhe des jährlichen Ausgleichs nach § 304 AktG zu niedrig ist, können sie nach Wirksamwerden des Beherrschungsvertrags die Angemessenheit des Ausgleichs in einem Spruchverfahren nach § 304 Abs. 3 Satz 3 AktG in Verbindung mit § 1 Nr. 1 SpruchG gerichtlich überprüfen lassen. Die Antragsberechtigung im Spruchverfahren hängt nicht davon ab, dass in der Hauptversammlung gegen den Beschluss der Hauptversammlung über den Beherrschungsvertrag Widerspruch zu Protokoll des beurkundenden Notars erklärt wird. Die gerichtliche Überprüfung des Ausgleichs in einem Spruchverfahren kann binnen drei Monaten seit dem Tag beantragt werden, an dem die Eintragung des Bestehens des Beherrschungsvertrags im Handelsregister des Sitzes der GSW Immobilien AG nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Innerhalb der vorstehend genannten Antragsfrist von drei Monaten ist der Antrag nach Maßgabe von § 4 Abs. 2 SpruchG zu begründen. Falls in einem solchen Spruchverfahren durch das zuständige Gericht rechtskräftig ein höherer jährlicher Ausgleich festgesetzt wird, können alle außenstehenden GSW Aktionäre die Deutsche Wohnen AG auf den gerichtlich erhöhten Ausgleich in Anspruch nehmen (§ 13 SpruchG). Das herrschende Unternehmen kann den Beherrschungsvertrag für diesen Fall binnen zwei

Monaten nach Rechtskraft der gerichtlichen Entscheidung ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist kündigen (§ 304 Abs. 4 AktG). Sofern ein solches Spruchverfahren durch gütliche Einigung beendet wird, sind die Rechte aller außenstehenden GSW Aktionäre dadurch gewahrt, dass eine solche Verfahrensbeendigung gemäß § 11 Abs. 2 SpruchG nur unter Zustimmung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden GSW Aktionäre möglich ist und eine zur Verfahrensbeendigung getroffene Vereinbarung über einen erhöhten Ausgleich oder eine erhöhte Abfindung zu Gunsten aller außenstehenden GSW Aktionäre wirkt, unabhängig davon, ob sie selbst Beteiligte des Spruchverfahrens waren.

Sollten außenstehende GSW Aktionäre der Ansicht sein, dass die in Ziffer 5.1 des Beherrschungsvertrags festgelegte Abfindung zu niedrig bemessen ist, können sie die Angemessenheit der angebotenen Abfindung ebenfalls im Spruchverfahren nach § 305 Abs. 5 Satz 2 AktG in Verbindung mit § 1 Nr. 1 SpruchG gerichtlich überprüfen lassen. Im Hinblick auf Antragsfrist, Antragsbegründung, Wirkung der gerichtlichen Entscheidung in einem solchen Spruchverfahren, ein Kündigungsrecht des herrschenden Unternehmens nach einer gerichtlichen Bestimmung der Abfindung sowie die Beendigung eines solchen Verfahrens durch gütliche Einigung und die Wirkung eines zur gütlichen Einigung gefundenen Vergleichs auch zu Gunsten der im Spruchverfahren nicht beteiligten außenstehenden GSW Aktionäre gelten die Ausführungen des vorstehenden Absatzes entsprechend.

### **2.4.3 Steuerliche Auswirkungen für die außenstehenden GSW Aktionäre in Deutschland**

#### **(i) Allgemeines**

Die nachfolgenden Ausführungen enthalten eine kurze Zusammenfassung einiger wichtiger deutscher Besteuerungsgrundsätze, die im Zusammenhang mit dem Abschluss des Beherrschungsvertrags für außenstehende GSW Aktionäre relevant sein können.

Die Beschreibung der steuerlichen Auswirkungen beschränkt sich auf in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtige außenstehende GSW Aktionäre. Wenn eine unbeschränkte Steuerpflicht nicht besteht, hängen die steuerlichen Auswirkungen neben den besonderen Vorschriften des deutschen Steuerrechts vom Steuerrecht des Staates ab, in dem der jeweilige außenstehende GSW Aktionär ansässig ist, sowie von den Regelungen eines gegebenenfalls bestehenden Abkommens zur Vermeidung der Doppelbesteuerung.

Die Darstellung bezieht sich grundsätzlich nur auf die in Deutschland anfallende Einkommen-, Körperschaft- und Gewerbesteuer und behandelt

nur einige wesentliche Aspekte dieser Steuerarten. Sonderregelungen z.B. für bestimmte Unternehmen des Finanz- und Versicherungssektors und Investmentfonds sowie der Fall, dass für die Ausgleichzahlung Beträge aus dem steuerlichen Einlagekonto als verwendet gelten, werden nicht dargestellt.

Es wird keine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit dieser Darstellung übernommen. Die Erläuterungen in diesem Vertragsbericht ersetzen keine persönliche Steuerberatung. Den außenstehenden GSW Aktionären wird empfohlen, ihren steuerlichen Berater zu den steuerlichen Konsequenzen des Beherrschungsvertrags zu konsultieren; nur dieser ist in der Lage, die besonderen steuerlichen Verhältnisse des jeweiligen außenstehenden GSW Aktionärs angemessen zu berücksichtigen.

- (ii) Besteuerung eines infolge der Garantiedividende zu zahlenden Differenzbetrags bei den außenstehenden GSW Aktionären

Die nach Ziffer 4 des Beherrschungsvertrags gegebenenfalls zu leistende Ausgleichszahlung in Höhe des Differenzbetrags zwischen der von der GSW Immobilien AG gezahlten und der von der Deutsche Wohnen AG garantierten Dividende (die auf Grundlage des jeweiligen Nettoausgleichsbetrag (vgl. C.2.1.4(i)(e)) berechnet wird) unterliegt nach Auffassung der Vertragsparteien bei den betroffenen außenstehenden GSW Aktionären den nachfolgend dargestellten allgemeinen Regeln der Dividendenbesteuerung. Auf die Ausgleichszahlung ist bei der Auszahlung grundsätzlich Kapitalertragsteuer in Höhe von 25 % (zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 %, insgesamt somit 26,375 %; bei natürlichen Personen gegebenenfalls zuzüglich Kirchensteuer) einzubehalten.

- (a) Aktien im Privatvermögen

Die Ausgleichzahlungen auf Aktien im Privatvermögen unterliegen als Einkünfte aus Kapitalvermögen der Einkommensteuer. Die Einkommensteuerschuld des Aktionärs wird grundsätzlich durch den Einbehalt von Kapitalertragsteuer abgegolten. In diesem Fall muss die Ausgleichszahlung in der Jahressteuererklärung des Aktionärs nicht mehr erklärt werden (Abgeltungsteuer).

Auf Antrag des Aktionärs werden seine Kapitaleinkünfte der individuellen tariflichen Einkommensteuer unterworfen, wenn dies für ihn zu einer niedrigeren Steuerbelastung führt. In diesem Falle sind die Bruttoerträge abzüglich eines Sparer-Pauschbetrags in Höhe von EUR 801,00 (EUR 1.602,00 bei zusammen veranlagten Ehegatten) für die Besteuerung des Aktionärs maßgeblich; ein Abzug

der tatsächlich angefallenen Werbungskosten ist ausgeschlossen. Die einbehaltene Kapitalertragsteuer wird auf die im Wege der Veranlagung erhobene Einkommensteuer angerechnet.

Entsprechendes gilt für den Solidaritätszuschlag (und bei natürlichen Personen gegebenenfalls die Kirchensteuer).

(b) Aktien im Betriebsvermögen

Bei Aktien im Betriebsvermögen richtet sich die Besteuerung der Ausgleichszahlungen danach, ob der Aktionär eine Körperschaft, ein Einzelunternehmer oder eine Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft) ist. Die im Wege des Steuerabzugs einbehaltene Kapitalertragsteuer hat keine abgeltende Wirkung und wird auf die Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer des jeweiligen Aktionärs angerechnet. Soweit die Kapitalertragsteuer die persönliche Steuerschuld des Aktionärs übersteigt, wird ein etwaiger Überhang dem Aktionär erstattet. Entsprechendes gilt für den Solidaritätszuschlag (und bei natürlichen Personen gegebenenfalls für die Kirchensteuer).

- Körperschaften

Die Ausgleichszahlungen unterliegen in voller Höhe der Körperschaftsteuer von 15 % (zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 %, insgesamt somit 15,825 %), da keiner der außenstehenden GSW Aktionäre zu Beginn des Kalenderjahres unmittelbar zu mindestens 10 % am Grundkapital der GSW Immobilien AG beteiligt war.

Zudem unterliegen die Ausgleichszahlungen in voller Höhe der Gewerbesteuer (nach dem Steuersatz entsprechend dem Hebesatz der jeweils heheberechtigten Gemeinde), da keiner der außenstehenden GSW Aktionäre zu Beginn des Erhebungszeitraums unmittelbar zu mindestens 15 % am Grundkapital der GSW Immobilien AG beteiligt war.

- Einzelunternehmer

Bei einer natürlichen Person (Einzelunternehmer), die die Aktien im Betriebsvermögen hält, unterliegen die Ausgleichszahlungen in Deutschland der Einkommensteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag und gegebenenfalls Kirchensteuer).

Die Ausgleichszahlungen sind allerdings nur zu 60 % steuerpflichtig (Teileinkünfteverfahren). Aufwendungen, die mit den Ausgleichszahlungen in wirtschaftlichem Zusammenhang stehen, können zu 60 % steuermindernd berücksichtigt werden. Die Besteuerung erfolgt nach dem persönlichen Steuersatz des außenstehenden GSW Aktionärs.

Daneben unterliegen die Ausgleichszahlungen der Gewerbesteuer, wenn die Aktien einer inländischen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs zuzurechnen sind, wobei die persönliche Einkommensteuer des außenstehenden GSW Aktionärs in pauschaler Weise um die Gewerbesteuer ermäßigt wird.

- Personengesellschaften

Ist der außenstehende GSW Aktionär eine Personengesellschaft, so werden die Besteuerungsgrundlagen der Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer zwar auf Ebene der Personengesellschaft einheitlich und gesondert festgestellt, die Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer fällt allerdings nur auf Ebene des jeweiligen Gesellschafters der Personengesellschaft an. Die Besteuerung erfolgt wie vorstehend beschrieben.

Daneben unterliegen die Ausgleichszahlungen bei der Personengesellschaft der Gewerbesteuer, wenn die Aktien einer inländischen Betriebsstätte zuzurechnen sind. Bei natürlichen Personen als Gesellschafter der Personengesellschaft erfolgt eine pauschale Ermäßigung der persönlichen Einkommensteuer um die Gewerbesteuer.

(iii) Besteuerung der Abfindung in Aktien bei den außenstehenden GSW Aktionären

Die Deutsche Wohnen AG verpflichtet sich gegenüber den außenstehenden GSW Aktionären, die aus Anlass des Abschlusses des Beherrschungsvertrags aus der GSW Immobilien AG ausscheiden wollen, deren GSW Aktien gegen eine angemessene Abfindung in Höhe von 7 Stückaktien der Deutsche Wohnen AG je 3 GSW Aktien zu erwerben. Die Übertragung der GSW Aktien auf die Deutsche Wohnen AG im Tausch gegen die durch eine Kapitalerhöhung geschaffenen Aktien der Deutsche Wohnen AG stellt für die außenstehenden GSW Aktionäre steuerlich grundsätzlich eine Veräußerung ihrer GSW Aktien dar.

Ein Veräußerungsgewinn wird erzielt, wenn der Wert der erhaltenen Aktien der Deutsche Wohnen AG am Tag der Depoteinbuchung abzüglich etwaiger damit in Zusammenhang stehender Veräußerungskosten die steuerlichen Anschaffungskosten oder den steuerlichen Buchwert bei dem jeweiligen außenstehenden GSW Aktionär für die betreffenden Aktien übersteigt. Beträgt der Wert der erhaltenen Aktien der Deutsche Wohnen AG am Tag der Depoteinbuchung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten weniger als die Anschaffungskosten oder den Buchwert der Aktien bei dem außenstehenden GSW Aktionär, entsteht ein Veräußerungsverlust.

Die steuerliche Erfassung eines Veräußerungsgewinns sowie die steuerliche Geltendmachung eines Veräußerungsverlustes hängen davon ab, ob die GSW Aktien vor der Übertragung auf die Deutsche Wohnen AG dem Privat- oder dem Betriebsvermögen des betreffenden außenstehenden GSW Aktionärs zuzuordnen sind.

(a) Aktien im Privatvermögen

Vorbehaltlich der Behandlung als steuerneutraler Anteilstausch (dazu unten) ist von einem Veräußerungsgewinn grundsätzlich Kapitalertragsteuer in Höhe von 25 % (zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 %, insgesamt somit 26,375 %, bei natürlichen Personen gegebenenfalls zuzüglich Kirchensteuer) einzubehalten. Da der maßgebliche Kapitalertrag in einer Sachleistung besteht, hat der außenstehende GSW Aktionär der Bank die vorgenannten Steuerabzugsbeträge zur Verfügung zu stellen.

Die Gewinne aus der Veräußerung von Aktien im Privatvermögen unterliegen als Einkünfte aus Kapitalvermögen der Einkommensteuer. Die Einkommensteuerschuld des Aktionärs wird grundsätzlich durch den Einbehalt von Kapitalertragsteuer abgegolten. In diesem Fall muss der Veräußerungsgewinn in der Jahressteuererklärung des Aktionärs nicht mehr erklärt werden (Abgeltungsteuer).

Veräußerungsverluste aus Aktien dürfen ausschließlich mit Veräußerungsgewinnen aus Aktien, nicht aber mit anderen Einkünften aus Kapitalvermögen, etwa bezogenen Dividenden und Ausgleichszahlungen, und auch nicht mit Einkünften aus anderen Einkunftsarten verrechnet werden (Verlustverrechnungsbeschränkung). Nicht ausgeglichene Veräußerungsverluste aus Aktien können in künftige Veranlagungszeiträume vorgetragen werden.

Im vorliegenden Fall liegt nach Auffassung der Vertragsparteien allerdings für Zwecke der Abgeltungsteuer ein steuerneutraler Anteilstausch vor, so dass die Anteile an der Deutsche Wohnen AG steuerlich an die Stelle der Aktien an der GSW Immobilien AG treten. Auf Grundlage dieser Auffassung wird kein Veräußerungsgewinn oder -verlust realisiert und nur ein Spitzenbetrag, der durch Barausgleich ausgeglichen wird, ist als Kapitalertrag zu versteuern. Es ist jedoch nicht gesichert, dass die Finanzverwaltung diese Auffassung teilen wird.

Der Gewinn unterliegt nicht der Abgeltungsteuer, wenn der Aktionär während der fünf Jahre vor der Übertragung mit mindestens 1 % an der GSW Immobilien AG unmittelbar oder mittelbar beteiligt war. Hier findet das Teileinkünfteverfahren (siehe unter folgendem Abschnitt C.2.4.3(iii)(b)) Anwendung.

(b) Aktien im Betriebsvermögen

Bei Aktien im Betriebsvermögen richtet sich die Besteuerung danach, ob der Aktionär eine Körperschaft, ein Einzelunternehmer oder eine Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft) ist. Veräußerungsgewinne aus Aktien im Betriebsvermögen unterliegen grundsätzlich nicht dem Kapitalertragsteuerabzug. Eine etwaige im Wege des Steuerabzugs einbehaltene Kapitalertragsteuer hat keine abgeltende Wirkung und wird auf die Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer des jeweiligen Aktionärs angerechnet oder insoweit erstattet, als sie die Steuerschuld übersteigt. Entsprechendes gilt für den Solidaritätszuschlag (und bei natürlichen Personen gegebenenfalls die Kirchensteuer).

- Körperschaften

Gewinne aus der Veräußerung von Aktien sind bei Körperschaften grundsätzlich von der Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit. Jedoch gelten 5 % des Veräußerungsgewinns als nicht abziehbare Betriebsausgaben und unterliegen daher der Körperschaftsteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag) und der Gewerbesteuer. Veräußerungsverluste sind steuerlich nicht abziehbar.

- Einzelunternehmer

Bei einer natürlichen Person (Einzelunternehmer), die die Aktien im Betriebsvermögen hält, unterliegen 60 % des Veräußerungsgewinns aus Aktien der Einkommensteuer

(zuzüglich Solidaritätszuschlag und gegebenenfalls Kirchensteuer; sogenanntes Teileinkünfteverfahren). Entsprechend können im Fall eines Veräußerungsverlustes nur 60 % steuerlich geltend gemacht werden. Die Besteuerung erfolgt nach dem persönlichen Steuersatz des außenstehenden GSW Aktionärs.

Daneben unterliegen 60 % des Veräußerungsgewinns der Gewerbesteuer, wenn die Aktien einer inländischen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs zuzurechnen sind, wobei die persönliche Einkommensteuer des außenstehenden GSW Aktionärs in pauschaler Weise um die Gewerbesteuer ermäßigt wird.

- **Personengesellschaften**

Ist der außenstehende GSW Aktionär eine Personengesellschaft, so werden die Besteuerungsgrundlagen der Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer zwar auf Ebene der Personengesellschaft einheitlich und gesondert festgestellt, die Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer fällt allerdings nur auf Ebene des jeweiligen Gesellschafters der Personengesellschaft an. Die Besteuerung erfolgt wie vorstehend beschrieben.

Daneben unterliegen Veräußerungsgewinne und -verluste bei der Personengesellschaft der Gewerbesteuer, wenn die Aktien einer inländischen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs zuzurechnen sind. Die Höhe der Gewerbesteuer hängt davon ab, in welchem Umfang natürliche Personen und Körperschaften an der Personengesellschaft beteiligt sind.

### **3. Art und Höhe des Ausgleichs und der Abfindung nach §§ 304, 305 AktG**

#### **3.1 Überblick**

Nach § 304 Abs. 1 Satz 2 AktG muss ein Beherrschungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für außenstehende Aktionäre vorsehen, indem er ihnen einen bestimmten jährlichen Gewinnanteil garantiert. Als entsprechende Ausgleichsleistung ist gemäß § 304 Abs. 1 Satz 2 AktG und § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG jeweils mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zu garantieren bzw. 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.

Nach § 305 Abs. 1 AktG muss ein Beherrschungsvertrag außerdem die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine in dem Unternehmensvertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Die angemessene Abfindung hat nach § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der abhängigen Gesellschaft über den Unternehmensvertrag, vorliegend zum 18. Juni 2014, zu berücksichtigen. Dies gilt für den Ausgleich im Sinne von § 304 AktG entsprechend. Gemäß Beschluss des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999 (Az. 1 BvR 1613/94) darf ein existierender Börsenkurs bei der Bemessung der Höhe der Abfindung nach § 305 AktG nicht außer Acht gelassen werden. Der Börsenkurs stellt grundsätzlich die untere Grenze der dem Aktionär zu zahlenden Abfindung dar, es sei denn, dass der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt.

Im Beherrschungsvertrag zwischen der Deutsche Wohnen AG und der GSW Immobilien AG ist eine Abfindung in Aktien vorgesehen. Nach § 305 Abs. 3 Satz 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 in bar ausgeglichen werden können.

Die oben zitierte Rechtsprechung bezieht sich nicht nur auf die Barabfindung, sondern auch auf die Abfindung durch Aktien der herrschenden Gesellschaft und betont die schützenswerten Interessen der aktieneintauschenden Anteilseigner der beherrschten Gesellschaft. So hat auch bei der hier für die Bestimmung der Umtauschrelation notwendigen Unternehmensbewertung der abhängigen Gesellschaft der Börsenwert grundsätzlich als Untergrenze der Bewertung zu fungieren. Gleichwohl ist es nach der oben zitierten Rechtsprechung verfassungsrechtlich nicht geboten, den Börsenwert der herrschenden Gesellschaft als Obergrenze der Bewertung dieser Gesellschaft heranzuziehen.

Die Vorstände der Vertragsparteien haben zu ihrer Unterstützung bei der Festlegung des Ausgleichs und der Abfindung den Bewertungsgutachter beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme zu den Unternehmenswerten der Deutsche Wohnen AG und der GSW Immobilien AG zum Tag der Hauptversammlung der GSW Immobilien AG, dem 18. Juni 2014, sowie zur Höhe des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG und der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG zu erstatten. Der Bewertungsgutachter hat die für das Bewertungsgutachten erforderlichen Arbeiten vom 10. Februar 2014 bis zum 23. April 2014 durchgeführt. Der Bewertungsgutachter hat am 23. April 2014 das Bewertungsgutachten zur Ermittlung der Unternehmenswerte der Deutsche Wohnen AG und der GSW Immobilien AG zum 18. Juni 2014, des angemessenen Ausgleichs (§ 304 AktG) und der angemessenen Abfindung (§ 305 AktG) vorgelegt.

In seiner Funktion als neutraler Gutachter im Sinne des IDW S 1 kommt der Bewertungsgutachter in seinem Bewertungsgutachten zu den folgenden Ergebnissen: Der nach dem Ertragswertverfahren zum 18. Juni 2014 zu ermittelnde Unternehmenswert im Sinne des IDW S 1 der Deutsche Wohnen AG beläuft sich auf rund EUR 4.392,4, der der GSW Immobilien AG auf rund EUR 1.989,4 Mio. Hieraus ergibt sich ein Anteilswert je Aktie der Deutsche Wohnen AG von EUR 15,35 und je GSW Aktie von EUR 35,10. Daraus ergibt sich ein rechnerisches Umtauschverhältnis der GSW Aktien zu den Aktien der Deutsche Wohnen AG von 1 zu 2,29.

Der Bewertungsgutachter kommt weiter zu dem Ergebnis, dass der maßgebliche durchschnittliche Börsenkurs je GSW Aktie EUR 29,54 und je Aktie der Deutsche Wohnen AG EUR 14,46 beträgt. Maßgeblich ist hierbei der nach Umsätzen gewichtete und von der BaFin nach §§ 31 Abs. 1, Abs. 7 WpÜG in Verbindung mit § 5 WpÜG-Angebotsverordnung berechnete durchschnittliche Börsenkurs der GSW Aktie bzw. der Aktie der Deutsche Wohnen AG im Dreimonatszeitraum vor der am 7. März 2014 erfolgten Bekanntgabe der Absicht der Deutsche Wohnen AG und der GSW Immobilien AG, einen Beherrschungsvertrag abzuschließen. Die daraus resultierende Börsenkursrelation der GSW Aktie zur Aktie der Deutsche Wohnen AG beträgt 1 zu 2,04 und liegt unterhalb des vom Bewertungsgutachter auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten rechnerischen Umtauschverhältnisses.

Demgemäß ergibt sich aus dem Bewertungsgutachten und nach technischer Rundung durch die Vorstände der Vertragsparteien (dazu sogleich in diesem Abschnitt), dass die angemessene Abfindung im Sinne von § 305 AktG 7 Stückaktien der Deutsche Wohnen AG mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils EUR 1,00 je 3 GSW Aktien beträgt.

Die aus dem Unternehmenswert der GSW Immobilien AG abgeleiteten angemessenen jährlichen festen Ausgleichszahlungen in Form einer Garantiedividende im Sinne von § 304 AktG betragen nach den Ermittlungen des Bewertungsgutachters auf Basis des zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses geltenden Körperschaftsteuersatzes inklusive Solidaritätszuschlag EUR 1,40 (Bruttoausgleichsbetrag: EUR 1,66 vor Abzug aktueller Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) je GSW Aktie.

Die vollständige Fassung des Bewertungsgutachtens zur Ermittlung der angemessenen Abfindung (§ 305 AktG) und des angemessenen Ausgleichs (§ 304 AktG) vom 23. April 2014 ist diesem Vertragsbericht als Anlage 3 beigelegt und damit integraler Bestandteil dieses Vertragsberichts. Die Vorstände der GSW Immobilien AG und der Deutsche Wohnen AG machen sich die Ausführungen des Bewertungsgutachters in dem genannten Bewertungsgutachten inhaltlich vollständig zu Eigen und machen sie zum Gegenstand dieses gemeinsamen Vertragsberichts.

Nach ihrer eigenen Einschätzung halten der Vorstand GSW und der Vorstand Deutsche Wohnen eine Abfindung im Sinne von § 305 AktG in Höhe von 7 Aktien der Deutsche Wohnen AG je 3 GSW Aktien für angemessen. Zur Schaffung eines technisch einfacheren Umtauschverhältnisses und zur damit verbundenen Vermeidung der Entstehung von Aktienteilrechten haben die Vorstände der Vertragsparteien die durch den Bewertungsgutachter ermittelte Wertrelation von 2,29 Stückaktien der Deutsche Wohnen AG für 1 GSW Aktie mittels eines Faktors von 1,018 auf ein Umtauschverhältnis von 2,33 Stückaktien der Deutsche Wohnen AG für 1 GSW Aktie aufgerundet. Weiterhin halten der Vorstand GSW und der Vorstand Deutsche Wohnen einen Ausgleich im Sinne von § 304 AktG in Höhe von gegenwärtig EUR 1,40 (Bruttoausgleichsbetrag: EUR 1,66 vor Abzug aktueller Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) je GSW Aktie für angemessen. Über die Höhe der Abfindung sowie die Art und Höhe des Ausgleichs haben die Vorstände der Vertragsparteien mit ergänzender Unterstützung durch den Bewertungsgutachter am 23. April 2014 beschlossen. Die Beschlüsse standen zum einen unter dem Vorbehalt der Ergebnisse der Prüfung des Beherrschungsvertrags und insbesondere der Angemessenheit des jährlichen Ausgleichs sowie der Abfindung durch den Vertragsprüfer, dessen Prüfbericht am 25. April 2014 vorlag, und zum anderen unter dem Vorbehalt der jeweiligen Zustimmung des Aufsichtsrats der Vertragsparteien, die am 28. April 2014 unter Berücksichtigung der Ergebnisse des Prüfberichts erfolgten.

In der Angebotsunterlage zu dem Übernahmeangebot hat die Deutsche Wohnen AG eine Angebotsgegenleistung von 51 Aktien der Deutsche Wohnen AG im Tausch gegen 20 GSW Aktien geboten. Umgerechnet bekam jeder GSW Aktionär also für jede GSW Aktie 2,55 Aktien der Deutsche Wohnen AG. Diese Angebotsgegenleistung beinhaltete einen Aufschlag gegenüber dem Börsenkurs und diente nach Angaben der Deutsche Wohnen AG dazu, das Angebot für die GSW Aktionäre attraktiver zu gestalten. Der Aufschlag spiegelte unter anderem die aufgrund der Zusammenführung beider Unternehmen erwarteten Synergien wider. Grundsätzlich sind tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmensanteile wichtige Orientierungsgrößen bei der Beurteilung der Plausibilität von Unternehmens- und Anteilswerten. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 - 1 BvR 1613/94) ist es gleichwohl verfassungsrechtlich unbedenklich wenn von dem herrschenden Unternehmen tatsächlich gezahlte Preise für Aktien der abhängigen Gesellschaft unberücksichtigt bleiben. So können tatsächlich gezahlte Preise des Hauptaktionärs auf Grund der ihnen innewohnenden Grenznutzenbetrachtung hinsichtlich des Kontrollerwerbs vom Verkehrswert der Aktien abweichen. Hierbei können erwartete Synergien eine Rolle spielen.

Das Bewertungsgutachten der Bewertungsgutachter wird – wie auch dieser Vertragsbericht – zusammen mit den weiteren nach dem Gesetz erforderlichen

Unterlagen ab dem Tag der Einberufung der Hauptversammlung der Deutsche Wohnen AG, die über die Zustimmung zu dem Beherrschungsvertrag beschließt, auf der Internetseite der Deutsche Wohnen AG unter <http://www.deutsche-wohnen.com> (dort im Bereich „Investor Relations“ > „Hauptversammlungen“ > „Ordentliche Hauptversammlung 2014“) abrufbar sein. Darüber hinaus werden die Unterlagen auch zur Einsicht der Aktionäre der Deutsche Wohnen AG in den Geschäftsräumen der Deutsche Wohnen AG ausgelegt und auch während der Hauptversammlung ausliegen. Hinsichtlich der Einzelheiten wird auf die Einladung zur Hauptversammlung der Deutsche Wohnen AG verwiesen, welche über die Zustimmung zum Beherrschungsvertrag beschließt. Ebenso werden die genannten Unterlagen ab dem Tag der Einberufung der Hauptversammlung der GSW Immobilien AG, die über die Zustimmung zu dem Beherrschungsvertrag beschließt, auf der Internetseite der GSW Immobilien AG unter <http://www.gsw.ag> (dort in der Rubrik „Hauptversammlung“ – „2014“) abrufbar sein. Die Unterlagen werden auch zur Einsicht der GSW Aktionäre in den Geschäftsräumen der GSW Immobilien AG ausgelegt und auch während der Hauptversammlung ausliegen.

### **3.2 Ermittlung und Festlegung der Höhe des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG**

Nach Ziffer 4.1 des Beherrschungsvertrags garantiert die Deutsche Wohnen AG den außenstehenden GSW Aktionären ab demjenigen Geschäftsjahr der GSW Immobilien AG, in dem der Beherrschungsvertrag gemäß seiner Ziffer 6.2 wirksam wird, frühestens ab dem Geschäftsjahr 2014, für die Dauer des Beherrschungsvertrags die Leistung einer festen jährlichen Ausgleichszahlung in Form einer Garantiedividende.

Die Garantiedividende beträgt gegenwärtig EUR 1,40 (Bruttoausgleichsbetrag: EUR 1,66 vor Abzug aktueller Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) je GSW Aktie. Die Garantiedividende wurde unter Heranziehung des vom Bewertungsgutachter ermittelten objektivierte Unternehmenswerts je GSW Aktie von EUR 35,10 sowie einem Verrentungssatz von rund 3,98 % abgeleitet.

Die Gründe, weshalb die Vertragsparteien einen festen jährlichen Ausgleich vereinbart haben, wurden in Abschnitt C.2.1.4(i)(d) dargestellt. Die Vertragsparteien haben sich in Übereinstimmung mit der Rechtsprechung des BGH (Beschluss vom 21. Juli 2003, Az. II ZB 17/01 - "Ytong") auf einen Bruttoausgleichsbetrag geeinigt. Diesbezüglich wird auf die Erläuterungen in Abschnitt C.2.1.4(i)(e) verwiesen.

Die Vorstände der Vertragsparteien haben im gegenseitigen Einvernehmen Art und Höhe des Ausgleichs auf der Basis der Ergebnisse des Bewertungsgutachtens des Bewertungsgutachters vom 23. April 2014 festgesetzt, in dem der Bewertungsgutachter ebenfalls zu dem Ergebnis gelangt, dass der feste jährliche Ausgleich gemäß § 304 AktG gegenwärtig EUR 1,40 (Bruttoausgleichsbetrag:

EUR 1,66 vor Abzug aktueller Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) je GSW Aktie beträgt. Unter Berücksichtigung der Ergebnisse des am 25. April 2014 vorgelegten Prüfberichts hat der jeweilige Aufsichtsrat der Vertragsparteien am 28. April 2014 der Festlegung von Art und Höhe des Ausgleichs durch die Vorstände der Vertragsparteien zugestimmt.

### **3.3 Ermittlung und Feststellung der angemessenen Abfindung nach § 305 AktG**

Gemäß Ziffer 5.1 des Beherrschungsvertrags erhält jeder außenstehende GSW Aktionär, der von dem Abfindungsangebot Gebrauch machen will, für je 3 GSW Aktien 7 Aktien der Deutsche Wohnen AG.

Die für die Vereinbarung der Art der Abfindung als Abfindung in Aktien ausschlaggebenden Gründe sind in Abschnitt C.2.1.5(i) dargestellt.

Die Vorstände der Vertragsparteien haben übereinstimmend das Umtauschverhältnis auf Grundlage der Ergebnisse des Bewertungsgutachtens des Bewertungsgutachters vom 23. April 2014 festgesetzt. Dabei haben sie zur Schaffung eines technisch einfacheren Umtauschverhältnisses und zur damit verbundenen Vermeidung der Entstehung von Aktienteilrechten die durch den Bewertungsgutachter ermittelte Wertrelation von 2,29 Stückaktien der Deutsche Wohnen AG für 1 GSW Aktie mittels eines Faktors von 1,018 auf ein Umtauschverhältnis von 2,33 Stückaktien der Deutsche Wohnen AG für 1 GSW Aktie aufgerundet. Unter Berücksichtigung der Ergebnisse des am 25. April 2014 vorgelegten Prüfberichts hat der jeweilige Aufsichtsrat der Vertragsparteien am 28. April 2014 der Festlegung der Höhe der Abfindung durch die Vorstände der Vertragsparteien zugestimmt.

Bei der Bestimmung des Umtauschverhältnisses haben der Bewertungsgutachter und die Vertragsparteien den Börsenkurs der GSW Aktie und der Aktie der Deutsche Wohnen AG berücksichtigt. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999 (Az. 1 BvR 1613/94) stellt der Börsenpreis grundsätzlich die Untergrenze bei der Bestimmung des den außenstehenden Aktionären anzubietenden Abfindungsbetrags dar.

Der Bundesgerichtshof hat die Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts zuletzt in seinem Beschluss vom 19. Juli 2010 (Az. II ZB 18/09 – „Stollwerck“) konkretisiert. In diesem Beschluss hat der Bundesgerichtshof unter anderem ausgeführt, dass der maßgebliche Börsenkurs auf Grund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme zu ermitteln ist.

Der von dem Bewertungsgutachter in seinem Bewertungsgutachten nach dem Ertragswertverfahren gemäß IDW S 1 zum 18. Juni 2014 zu ermittelnde objektivierte Unternehmenswert der Deutsche Wohnen AG beläuft sich auf rund EUR 4.392,4 Mio. und der Anteilswert, bei 286.216.731 Aktien der Deutsche

Wohnen AG, beträgt EUR 15,35 je Aktie der Deutsche Wohnen AG. Der nach dem Ertragswertverfahren zum 18. Juni 2014 zu ermittelnde objektivierte Unternehmenswert im Sinne des IDW S 1 der GSW Immobilien AG beläuft sich auf rund EUR 1.989,4 Mio. und der Anteilswert, bei 56.676.960 GSW Aktien, beträgt EUR 35,10 je GSW Aktie. Daraus ergibt sich ein rechnerisches Umtauschverhältnis der GSW Aktien zu den Aktien der Deutsche Wohnen AG von 1 zu 2,29.

Der von der BaFin nach § 31 Abs. 1, Abs. 7 WpÜG in Verbindung mit § 5 WpÜG-Angebotsverordnung berechnete durchschnittliche Börsenkurs der GSW Aktie bzw. der Aktie der Deutsche Wohnen AG im Dreimonatszeitraum vor der am 7. März 2014 erfolgten Bekanntgabe der Absicht der Deutsche Wohnen AG, einen Beherrschungsvertrag mit der GSW Immobilien AG vorzubereiten und abzuschließen, beträgt für GSW Aktien EUR 29,54 und für Aktien der Deutsche Wohnen AG EUR 14,46. Die Börsenkursrelation der GSW Aktie zur Aktie der Deutsche Wohnen AG beträgt 1 zu 2,04 und liegt damit unterhalb des vom Bewertungsgutachter auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten rechnerischen Umtauschverhältnisses von 1 zu 2,29.

Der volumengewichtete Börsenkurs ist nicht anzupassen und auf den Tag der Hauptversammlung hochzurechnen. Nach der Stollwerck-Entscheidung des BGH soll dies nur dann der Fall sein, wenn zwischen der öffentlichen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstrichen ist und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lasst. Im vorliegenden Fall kommt eine Anpassung des volumengewichteten Dreimonats-Börsenkurses der Aktie der Deutsche Wohnen AG oder des volumengewichteten Dreimonats-Börsenkurses der GSW Aktie schon deshalb nicht in Betracht, weil zwischen der Bekanntgabe der Absicht der Deutsche Wohnen AG und der GSW Immobilien AG, einen Beherrschungsvertrag abzuschließen (7. März 2014) und dem Tag, an dem die über die Zustimmung zum Beherrschungsvertrag beschließende Hauptversammlung der Deutsche Wohnen AG (11. Juni 2014) bzw. der GSW Immobilien AG stattfindet (18. Juni 2014) eine Zeitspanne von weniger als 4 Monaten liegt. Dies stellt keinen längeren Zeitraum im Sinne der Stollwerck-Rechtsprechung dar.

### **3.4 Vertragsprüfung**

Auf gemeinsamen Antrag der Vorstände der GSW Immobilien AG und der Deutsche Wohnen AG vom 12. März 2014 hat das Landgericht Berlin durch Beschluss vom 18. März 2014 gemäß § 293c Abs. 1 AktG die Mazars GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zum sachverständigen Prüfer im Sinne von § 293b Abs. 1 AktG ausgewählt und bestellt. Für weitere Einzelheiten wird auf die Ausführungen unter Abschnitt C.2.4.2(ii) verwiesen.

Der Prüfbericht wird ab dem Tag der Einberufung der Hauptversammlung der Deutsche Wohnen AG, die über die Zustimmung zu dem Beherrschungsvertrag beschließt, auf der Internetseite der Deutsche Wohnen AG unter <http://www.deutsche-wohnen.com> (dort im Bereich „Investor Relations“ > „Hauptversammlungen“ > „Ordentliche Hauptversammlung 2014“) abrufbar sein. Darüber hinaus wird der Prüfbericht auch zur Einsicht der Aktionäre der Deutsche Wohnen AG in den Geschäftsräumen der Deutsche Wohnen AG ausgelegt und auch während der Hauptversammlung ausliegen. Hinsichtlich der Einzelheiten wird auf die Einladung zur Hauptversammlung der Deutsche Wohnen AG verwiesen, welche über die Zustimmung zum Beherrschungsvertrag beschließt. Ebenso wird der Prüfbericht ab dem Tag der Einberufung der Hauptversammlung der GSW Immobilien AG, die über die Zustimmung zu dem Beherrschungsvertrag beschließt, auf der Internetseite der GSW Immobilien AG unter <http://www.gsw.ag> (dort in der Rubrik „Hauptversammlung“ – „2014“) abrufbar sein. Der Prüfbericht wird zudem zur Einsicht der GSW Aktionäre in den Geschäftsräumen der GSW Immobilien AG ausgelegt und auch während der Hauptversammlung ausliegen.

Berlin, den 30. 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)

## **Anlagen**

**Anlage 1a: Aufstellung des Anteilsbesitzes der GSW Immobilien AG zum 31.  
Dezember 2013 gemäß § 285 Nr. 11 und Nr. 11a HGB**

Firma und Sitz	Eigenkapital in TEUR	Anteil am Kapital
<b>Verbundene Unternehmen, vollkonsolidiert</b>		
GSW Grundvermögens- und Vertriebsgesellschaft mbH, Berlin <sup>1</sup>	90.256	100,0 %
FACILITA Berlin GmbH, Berlin	1.220	100,0 %
GSW Gesellschaft für Stadterneuerung mbH, Berlin	290	100,0 %
Stadtentwicklungsgesellschaft Buch mbH, Berlin	2.568	100,0 %
Grundstücksgesellschaft Karower Damm mbH, Berlin <sup>1</sup>	189	100,0 %
GSW Acquisition 3 GmbH, Berlin <sup>1</sup>	75.456	100,0 %
GSW Immobilien Beteiligungs GmbH, Berlin	(412)	100,0 %
Zweite GSW Verwaltungs- und Betriebsgesellschaft mbH, Berlin	26	100,0 %
GSW Wohnwert GmbH, Berlin <sup>1</sup>	26	100,0 %
GSW Corona GmbH, Berlin <sup>1,4</sup>	(11.517)	100,0 %
GSW Pegasus GmbH, Berlin <sup>1,4</sup>	(10.849)	100,0 %
Wohnanlage Leonberger Ring GmbH, Berlin <sup>1,4</sup>	(530)	100,0 %
Zisa Grundstücksbeteiligungs GmbH & Co. KG, Berlin <sup>1,4</sup>	74	94,9 %
GSW Immobilien GmbH & Co. Leonberger Ring KG, Berlin <sup>1</sup>	491	94,0 %
GSW Verwaltungs- und Betriebsgesellschaft mbH & Co. Zweite Beteiligungs KG, Berlin <sup>1</sup>	(26.036)	93,4 %
<b>Verbundene Unternehmen, nicht konsolidiert</b>		
Zisa Verwaltungs GmbH, Berlin <sup>2</sup>	25	100,0 %
GSW Berliner Asset Invest Verwaltungs GmbH, Berlin <sup>2</sup>	22	100,0 %
GSW Berliner Asset Invest GmbH & Co. KG , Berlin <sup>2</sup>	6	100,0 %
DCM GmbH & Co. KG Renditefonds 506 KG, München <sup>3,6</sup>	29	99,0 %
DCM GmbH & Co. KG Renditefonds 507 KG, München <sup>3,6</sup>	277	99,0 %
DCM GmbH & Co. KG Renditefonds 508 KG, München <sup>3,6</sup>	83	99,0 %
DCM GmbH & Co. KG Renditefonds 510 KG, München <sup>3,6</sup>	270	99,0 %

Firma und Sitz	Eigenkapital in TEUR	Anteil am Kapital
<b>Gemeinschaftsunternehmen, nicht konsolidiert</b>		
Siwoge 1992 Siedlungsplanung und Wohnbauten Gesellschaft mbH, Berlin <sup>2,5</sup>	4.517	50,0 %
Stadtentwicklungsgesellschaft Eldenaer Straße mbH i.L., Berlin <sup>2</sup>	255	50,0 %
GSZ Gebäudeservice und Sicherheitszentrale GmbH, Berlin <sup>2,5</sup>	161	33,3 %
<b>Assoziierte Unternehmen, nicht konsolidiert</b>		
Zisa Beteiligungs GmbH, Berlin <sup>2,5</sup>	9	49,0 %
GSW-Fonds Weinmeisterhornweg 170–178 GbR, Berlin <sup>2</sup>	(7.543)	49,9 %

**Erläuterungen:**

- (1) Inanspruchnahme der Befreiungsvorschriften nach § 264 Abs. 3 HGB bzw. § 264b HGB
- (2) Aufgrund von Unwesentlichkeit nicht konsolidiert und als Beteiligung ausgewiesen
- (3) Keine Konsolidierung, da Beherrschungsmöglichkeit gesellschaftsvertraglich ausgeschlossen
- (4) 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 %
- (5) Werte von 2012
- (6) Werte von 2011

**Anlage 1b: Aufstellung des Anteilsbesitzes der Deutsche Wohnen AG zum  
31. Dezember 2013 gemäß § 285 Nr. 11 und Nr. 11a HGB**

Firma und Sitz	Eigenkapital in TEUR	Anteil	
AGG Auguste-Viktoria-Allee Grundstücks GmbH, Berlin	25,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Algarobo Holding B.V., Baarn, Niederlande	9.484,5	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Aufbau-Gesellschaft der GEHAG mit beschränkter Haftung, Berlin	3.438,9	100,00 %	<sup>1,2</sup>
AVUS Immobilien Treuhand GmbH & Co. KG, Berlin	428,6	100,00 %	<sup>2</sup>
BauBeCon Assets GmbH, Berlin	27.676,2	100,00 %	<sup>1,2</sup>
BauBeCon BIO GmbH, Berlin	8.626,5	100,00 %	<sup>1,2</sup>
BauBeCon Immobilien GmbH, Berlin	336.923,9	100,00 %	<sup>1,2</sup>
BauBeCon Wohnwert GmbH, Berlin	26.710,2	100,00 %	<sup>1,2</sup>
DB Immobilienfonds 14 Rhein-Pfalz Wohnen GmbH & Co. KG, Eschborn	29.355,5	89,52 %	<sup>1,2</sup>
DCM GmbH & Co. Renditefonds 506 KG, München	29,0	99,00 %	<sup>2</sup>
DCM GmbH & Co. Renditefonds 507 KG, München	277,0	99,00 %	<sup>2</sup>
DCM GmbH & Co. Renditefonds 508 KG, München	83,0	99,00 %	<sup>2</sup>
DCM GmbH & Co. Renditefonds 510 KG, München	270,0	99,00 %	<sup>2</sup>
Deutsche Wohnen Asset Immobilien GmbH, Frankfurt am Main	25,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Beteiligungen Immobilien GmbH, Frankfurt am Main	1.025,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Beteiligungsverwaltungs GmbH & Co. KG, Berlin	20,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Construction and Facilities GmbH, Berlin (vormals: Deutsche Wohnen Service Braunschweig GmbH, Berlin)	99,4	100,00 %	<sup>1</sup>
Deutsche Wohnen Corporate Real Estate GmbH, Berlin	25,0	100,00 %	<sup>1,4</sup>
Deutsche Wohnen Direkt Immobilien GmbH, Frankfurt am Main	424.892,1	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Dresden I GmbH, Berlin (vormals: arsago wohnen XIII GmbH, Pöcking)	3.149,3	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Dresden II GmbH, Berlin (vormals: arsago wohnen XIV GmbH, Pöcking)	1.734,5	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Energy GmbH, Berlin (vormals: Kristensen Energy GmbH, Berlin)	-9,9	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Fondsbeteiligungs GmbH, Berlin	25,0	100,00 %	<sup>1,4</sup>
Deutsche Wohnen Immobilien Management GmbH, Berlin (vormals: Deutsche Wohnen Service GmbH, Berlin)	432,0	100,00 %	<sup>1</sup>

Firma und Sitz	Eigenkapital in TEUR	Anteil	
Deutsche Wohnen Management GmbH, Berlin	25,0	100,00 %	<sup>1,4</sup>
Deutsche Wohnen Management- und Servicegesellschaft mbH, Frankfurt am Main	25,6	100,00 %	<sup>1,4</sup>
Deutsche Wohnen Reisholz GmbH, Berlin	3.318,7	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Service Hannover GmbH, Berlin	76,3	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Service Magdeburg GmbH, Berlin	336,8	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Service Merseburg GmbH, Merseburg (vormals: Kristensen Service GmbH, Merseburg)	102,7	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Deutsche Wohnen Zweite Fondsbeteiligungs GmbH, Berlin	25,2	100,00 %	<sup>1,4</sup>
Dritte V - B - S Verwaltungs-, Besitz- und Servicegesellschaft mbH, Berlin	883,1	100,00 %	<sup>1,2</sup>
DWRE Alpha GmbH, Berlin (vormals: Kristensen Real Estate Alpha GmbH, Berlin)	327,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
DWRE Braunschweig GmbH, Berlin (vormals: Kristensen Real Estate Braunschweig GmbH, Berlin)	16.325,2	100,00 %	<sup>1,2</sup>
DWRE Dresden GmbH, Berlin (vormals: Kristensen Real Estate Dresden GmbH, Berlin)	-85,3	100,00 %	<sup>1,2</sup>
DWRE Erfurt GmbH, Berlin (vormals: Kristensen Real Estate Erfurt GmbH, Berlin)	880,2	100,00 %	<sup>1,2</sup>
DWRE Halle GmbH, Berlin (vormals: Kristensen Real Estate Halle GmbH, Berlin)	25,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
DWRE Hennigsdorf GmbH, Berlin (vormals: Kristensen Real Estate Hennigsdorf GmbH, Berlin)	1.085,3	100,00 %	<sup>1,2</sup>
DWRE Leipzig GmbH, Berlin (vormals: Kristensen Real Estate Leipzig GmbH, Berlin)	-73,8	100,00 %	<sup>1,2</sup>
DWRE Merseburg GmbH, Berlin (vormals: Kristensen Real Estate Merseburg GmbH, Berlin)	1.068,4	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Eisenbahn-Siedlungs-Gesellschaft Berlin mit beschränkter Haftung, Berlin	11.889,8	94,90 %	<sup>1,2</sup>
Erste V - B - S Verwaltungs-, Besitz- und Servicegesellschaft mbH, Berlin	459,8	100,00 %	<sup>1,2</sup>
FACILITA Berlin GmbH, Berlin	1.220,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Fortimo GmbH, Berlin	6.127,2	100,00 %	<sup>1,2</sup>
G+D Gesellschaft für Energiemanagement mbH, Magdeburg	991,2	49,00 %	<sup>2</sup>
GbR Fernheizung Gropiusstadt, Berlin	542,6	45,59 %	<sup>2</sup>
Gehag Acquisition Co. GmbH, Berlin	429.347,7	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GEHAG Beteiligungs GmbH & Co. KG, Berlin	21.912,1	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GEHAG Dritte Beteiligungs GmbH, Berlin	378,8	100,00 %	<sup>1,2</sup>

Firma und Sitz	Eigenkapital in TEUR	Anteil	
GEHAG Erste Beteiligungs GmbH, Berlin	45,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GEHAG Erwerbs GmbH & Co. KG, Berlin	20.404,7	99,99 %	<sup>1,2</sup>
GEHAG GmbH, Berlin	1.023.730,8	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GEHAG Vierte Beteiligung SE, Berlin (vormals: GEHAG Vierte Beteiligung SE, Amsterdam, Niederlande)	17.893,4	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GEHAG Zweite Beteiligungs GmbH, Berlin	4.485,8	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GIM Immobilien Management GmbH, Berlin (vormals: GEHAG Immobilien Management GmbH, Berlin)	98,5	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GGR Wohnparks Alte Hellersdorfer Straße GmbH, Berlin	5.451,9	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GGR Wohnparks Kastanienallee GmbH, Berlin	19.601,9	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GGR Wohnparks Nord Leipziger Tor GmbH, Berlin	6.680,3	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GGR Wohnparks Süd Leipziger Tor GmbH, Berlin	3.390,2	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Grundstücksgesellschaft Karower Damm mbH, Berlin	189,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GSW Akquisition 3 GmbH, Berlin	75.456,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GSW Berliner Asset Invest GmbH & Co. KG, Berlin	6,0	100,00 %	<sup>2</sup>
GSW Berliner Asset Invest Verwaltungs GmbH, Berlin	22,0	100,00 %	<sup>2</sup>
GSW Corona GmbH, Berlin	-11.517,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GSW Fonds Weinmeisterhornweg 170-178 GbR, Berlin	-7.543,0	49,95 %	<sup>2</sup>
GSW Gesellschaft für Stadterneuerung mbH, Berlin	290,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GSW Grundvermögens- und Vertriebsgesellschaft mbH, Berlin	90.256,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GSW Immobilien AG, Berlin	1.108.964,3	92,02 %	<sup>1</sup>
GSW Immobilien Beteiligungs GmbH, Berlin	-412,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GSW Immobilien GmbH & Co. Leonberger Ring KG, Berlin	491,0	94,00 %	<sup>1,2</sup>
GSW Pegasus GmbH, Berlin	-10.849,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GSW Verwaltungs- und Betriebsgesellschaft mbH & Co. Zweite Beteiligungs KG, Berlin	-26.036,0	93,44 %	<sup>1,2</sup>
GSW Wohnwert GmbH, Berlin (vormals: Wohnwert-Versicherungs Agentur GmbH, Berlin)	26,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
GSZ Gebäudeservice und Sicherheitszentrale GmbH, Berlin	161,0	33,30 %	<sup>2</sup>
Hannes Investments B.V., Baarn, Niederlande	7.157,4	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Haus und Heim Wohnungsbau-GmbH, Berlin	2.798,7	100,00 %	<sup>1,2</sup>

Firma und Sitz	Eigenkapital in TEUR	Anteil	
HESIONE Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH, Frankfurt am Main	54,7	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Holzmindener Straße/Tempelhofer Weg Grundstücks GmbH, Berlin	25,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Intermetro B.V., Baarn, Niederlande	7.643,1	100,00 %	<sup>1,2</sup>
KATHARINENHOF Seniorenwohn- und Pflegeanlage Betriebs- GmbH, Berlin	1.950,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
KATHARINENHOF Service GmbH, Berlin	25,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Larry Berlin I S.à r.l., Luxemburg	2.268,6	94,80 %	<sup>1,2</sup>
Larry Berlin II S.à r.l., Luxemburg	5.634,9	94,80 %	<sup>1,2</sup>
Larry Berlin Lichtenberg S.à r.l., Luxemburg	7.563,8	94,80 %	<sup>1,2</sup>
Larry Condo Holdco S.à r.l., Luxemburg	4.341,0	94,80 %	<sup>1,2</sup>
Larry Condo S.à r.l., Luxemburg	8.864,8	94,80 %	<sup>1,2</sup>
Larry I Targetco (Berlin) GmbH, Berlin	77.048,5	100,00 %	<sup>1</sup>
Larry II Berlin Hellersdorf S.à r.l., Luxemburg	6.509,3	94,80 %	<sup>1,2</sup>
Larry II Berlin Marzahn S.à r.l., Luxemburg	11.647,3	94,80 %	<sup>1,2</sup>
Larry II Greater Berlin S.à r.l., Luxemburg	5.928,9	94,80 %	<sup>1,2</sup>
Larry II Potsdam S.à r.l., Luxemburg	2.967,4	94,80 %	<sup>1,2</sup>
Larry II Targetco (Berlin) GmbH, Berlin	70.869,5	100,00 %	<sup>1</sup>
LebensWerk GmbH, Berlin	2.138,6	100,00 %	<sup>1,</sup>
Main-Taunus Wohnen GmbH & Co. KG, Eschborn	11.414,3	99,99 %	<sup>1,3</sup>
Marienfelder Allee 212-220 Grundstücksgesellschaft b.R., Berlin	7.365,4	94,00 %	<sup>1,2</sup>
Rhein-Main Wohnen GmbH, Frankfurt am Main	523.189,2	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Rhein-Mosel Wohnen GmbH, Mainz	168.730,2	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Rhein-Pfalz Wohnen GmbH, Mainz	182.074,6	100,00 %	<sup>1</sup>
RMW Projekt GmbH, Frankfurt am Main	16.238,3	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Seniorenresidenz „Am Lunapark“ GmbH, Leipzig	950,2	100,00 %	<sup>1,2</sup>
SGG Scharnweberstraße Grundstücks GmbH, Berlin	25,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
SIWOG 1992 Siedlungsplanung und Wohnbauten Gesellschaft mbH, Berlin	4.517,0	50,00 %	<sup>2</sup>
Sophienstraße Aachen Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH, Berlin	2.193,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Stadtentwicklungsgesellschaft Buch mbH, Berlin	2.568,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Stadtentwicklungsgesellschaft Eldenaer Straße mbH i.L., Berlin	255,2	100,00 %	<sup>2</sup>
Vierte V-B-S Verwaltungs-, Besitz- und Servicegesellschaft mbH, Berlin	-276,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Wohnanlage Leonberger Ring GmbH, Berlin	-530,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Wohn- und Pflegewelt Lahnblick GmbH, Bad Ems	427,0	100,00 %	<sup>1,2</sup>
Zisa Beteiligungs GmbH, Berlin	9,0	49,00 %	<sup>2</sup>

Firma und Sitz	Eigenkapital in TEUR	Anteil
Zisa Grundstücksbeteiligung GmbH & Co. KG, Berlin	74,0	94,90 % <sup>1,2</sup>
Zisa Verwaltungs GmbH, Berlin	25,0	100,00 % <sup>2</sup>
Zweite GSW Verwaltungs- und Betriebsgesellschaft mbH, Berlin	26,0	100,00 % <sup>1,2</sup>

**Erläuterungen:**

- (1) vollkonsolidiert
- (2) mittelbare Beteiligung
- (3) un- und mittelbare Beteiligung
- (4) Befreiungen gemäß § 264 Absatz 3 HGB  
Darüber hinaus ist die Deutsche Wohnen AG mittelbar an einer Arbeitsgemeinschaft beteiligt

**Anlage 2: Beherrschungsvertrag zwischen der Deutsche Wohnen AG und der  
GSW Immobilien AG vom 30. April 2014**

## **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 30. April 2014

**Deutsche Wohnen AG**

Für den Vorstand



Michael Zahn

(Vorstandsvorsitzender)

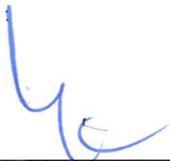


Lars Wittan

(Vorstand)

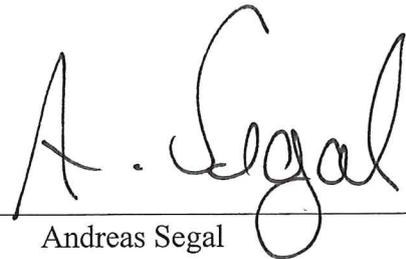
**GSW Immobilien AG**

Für den Vorstand



Michael Zahn

(Vorstandsvorsitzender)



Andreas Segal

(Vorstand)

**Anlage 3: Gemeinsame Gutachtliche Stellungnahme zu den  
Unternehmenswerten der Deutsche Wohnen AG und der GSW Immobilien AG  
der Warth & Klein Grant Thornton AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**



Warth & Klein  
Grant Thornton

## GUTACHTLICHE STELLUNGNAHME

zur Ermittlung der Unternehmenswerte der

**GSW Immobilien AG,  
Berlin,**

und der

**Deutsche Wohnen AG,  
Frankfurt am Main,**

zum 18. Juni 2014

als Grundlage zur Bestimmung der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG sowie des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG im Rahmen des beabsichtigten Beherrschungsvertrags zwischen beiden Gesellschaften

**Inhaltsverzeichnis**

---

	<b>Seite</b>
<b>A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG</b>	<b>1</b>
<b>B. BEWERTUNGSOBJEKTE</b>	<b>5</b>
I. GSW Immobilien AG	5
1. Rechtliche Verhältnisse	5
2. Wirtschaftliche Verhältnisse	6
a) Gegenstand der Geschäftstätigkeit	6
b) Ertrags- und Vermögenslage	7
3. Steuerliche Verhältnisse	11
II. Deutsche Wohnen AG	12
1. Rechtliche Verhältnisse	12
2. Wirtschaftliche Verhältnisse	14
a) Gegenstand der Geschäftstätigkeit	14
b) Ertrags- und Vermögenslage	16
3. Steuerliche Verhältnisse	19
<b>C. MARKT UND WETTBEWERB</b>	<b>22</b>
<b>D. BEWERTUNGSMETHODIK</b>	<b>27</b>
I. Allgemeine Bewertungsgrundsätze	27
1. Ertragswert und Discounted Cash Flow	27
2. Net Asset Value	28
3. Liquidationswert und Substanzwert	29
4. Vergleichsorientierte Bewertung	29
5. Börsenkurs	30
II. Konkrete methodische Vorgehensweise	32
1. Ableitung der Unternehmenswerte mittels des Ertragswertverfahrens	32
2. Bewertungsstichtag	32
3. Planungsrechnungen	33
4. Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes	33
a) Basiszinssatz	34
b) Risikozuschlag	35

**Inhaltsverzeichnis**

---

	<b>Seite</b>
c)    Wachstumsabschlag	42
<b>E.    BEWERTUNG DER GSW</b>	<b>45</b>
I.    Ableitung der zu diskontierenden Ergebnisse	45
1.    Analyse der Vergangenheitsergebnisse	45
2.    Operative Planung der GSW	46
3.    Synergien	57
4.    Finanzergebnis und Steuern	59
5.    Nachhaltiges Ergebnis	62
6.    Zu diskontierende Ergebnisse	64
II.   Ertragswert des operativen Geschäfts	66
III.  Sonderwerte	66
IV.  Unternehmenswert und Wert je Aktie	68
<b>F.    BEWERTUNG DER DEUTSCHE WOHNEN</b>	<b>69</b>
I.    Ableitung der zu diskontierenden Ergebnisse	69
1.    Analyse der Vergangenheitsergebnisse	69
2.    Operative Planung der Deutsche Wohnen	70
3.    Synergien	84
4.    Finanzergebnis und Steuern	84
5.    Nachhaltiges Ergebnis	86
6.    Zu diskontierende Ergebnisse	88
II.   Ertragswert des operativen Geschäfts	91
III.  Sonderwerte	91
IV.  Unternehmenswert und Wert je Aktie	93
<b>G.    PLAUSIBILISIERUNG DER ERMITTELTEN UNTERNEHMENSWERTE</b>	<b>94</b>
I.    Multiplikatoren	94
II.   Net Asset Value	95
III.  Übernahmeangebot und Angebotsgegenleistung	96
IV.  Börsenkurs	97

**Inhaltsverzeichnis**

---

	<b>Seite</b>
<b>H. RECHNERISCHE ABLEITUNG VON AUSGLEICH UND ABFINDUNG</b>	<b>101</b>
I. Abfindung	101
II. Ausgleich	101
1. Ableitung des durchschnittlichen Gewinnanteils	102
2. Berücksichtigung der Körperschaftsteuer nach der BGH-Rechtsprechung	102
<b>I. SCHLUSSBEMERKUNG</b>	<b>104</b>



**Anlagenverzeichnis**

---

- Anlage 1 Darstellung der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung und Ertragswertableitung für die GSW für den Detailplanungszeitraum 2014 bis 2016, den erweiterten Planungszeitraums 2017 bis 2063 sowie die Jahre 2064 ff.;
- Anlage 2 Darstellung der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung und Ertragswertableitung für die Deutsche Wohnen für den Detailplanungszeitraum 2014 bis 2016, den erweiterten Planungszeitraums 2017 bis 2063 sowie die Jahre 2064 ff.;
- Anlage 3 Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2002



## Abkürzungsverzeichnis

---

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs Berater
BBSR	Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung
BCA	Business Combination Agreement
BGH	Bundesgerichtshof
BMVBS	Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvR	Registerzeichen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
CAGR	Compound Annual Growth Rate (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
d. h.	das heißt
DCF	Discounted Cash Flow
Deutsche Wohnen	Deutsche Wohnen AG
DG HYP	Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank Aktiengesellschaft
DIW	DIW Berlin – Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e.V.
e.V.	eingetragener Verein
EBIT	Earnings before Interest and Taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen sowie Amortisationen)
EBT	Earnings before Taxes (Ergebnis vor Steuern)
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
EPRA	European Public Real Estate Association
ESt	Einkommensteuer
EStG	Einkommensteuergesetz
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EY	Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Facilita	FACILITA Berlin GmbH
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
ff.	folgende
FFO	Funds from Operations (operatives Ergebnis)
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GewSt	Gewerbesteuer
GewStG	Gewerbesteuergesetz
GG	Grundgesetz



## Abkürzungsverzeichnis

---

ggfs.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
GSW	GSW Immobilien AG
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister – Abteilung B
Hrsg.	Herausgeber
i. d. F.	in der Fassung
i. V. m.	in Verbindung mit
IBB	Investitionsbank Berlin
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen vom 02.04.2008
IFRS	International Financial Reporting Standards
IHK	Industrie- und Handelskammer
inkl.	inklusive
IPO	Initial Public Offering (erstmaliges öffentliches Anbieten von Aktien an der Börse)
IT	Informationstechnik
KG	Kommanditgesellschaft
KSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LTI	Long-Term-Incentive-Plan
m <sup>2</sup>	Quadratmeter
mbH	mit beschränkter Haftung
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NAV	Net Asset Value (Nettoinventarwert)
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
n/a	not available (nicht verfügbar)
OLG	Oberlandesgericht
p. a.	per annum
PwC	PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Rz.	Randziffer
S.	Satz / Seite
SA	Société anonyme (Aktiengesellschaft)
SE	Societas Europaea (Europäische Gesellschaft)
sog.	so genannt/e
TEUR	Tausend Euro
Tsd.	Tausend
Tz.	Textziffer



### Abkürzungsverzeichnis

---

vgl.	vergleiche
vs.	versus
WACC	gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital)
WoBindG	Wohnungsbindungsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z. B.	zum Beispiel
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis
zzgl.	zuzüglich

Die in dieser Stellungnahme dargestellten Berechnungen wurden mit mehreren Nachkommastellen gerechnet, auch wenn sie zur besseren Übersichtlichkeit nur mit einer Nachkommastelle dargestellt sind. Aus diesem Grund kann die Addition der Tabellenwerte zu Abweichungen bei den ausgewiesenen Zwischen- oder Gesamtsummen führen.



## **A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG**

Mit Schreiben vom 10.02.2014 haben uns die Deutsche Wohnen AG, Frankfurt, und die GSW Immobilien AG, Berlin, beauftragt, sie bei dem von ihnen angestoßenen Prozess des möglichen Abschlusses eines Unternehmensvertrags zu unterstützen. Die Beauftragung wurde im Zeitablauf dahingehend konkretisiert, Unternehmensbewertungen der

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

und der

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

durchzuführen und die Höhe der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG sowie des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu ermitteln.

Bewertungsanlass ist der geplante Abschluss eines Beherrschungsvertrags gemäß § 291 AktG zwischen der Deutsche Wohnen als herrschender Gesellschaft und der GSW als beherrschter Gesellschaft. Dieser Beherrschungsvertrag sieht vor, dass die Abfindung gemäß § 305 Abs. 2 Nr. 1 AktG durch Aktien der herrschenden Gesellschaft erfolgt. Dies macht eine Unternehmensbewertung beider Gesellschaften erforderlich. Über den Abschluss des Beherrschungsvertrags sollen die ordentlichen Hauptversammlungen der Deutsche Wohnen am 11.06.2014 bzw. der GSW am 18.06.2014 beschließen.

Am 20.08.2013 hat die Deutsche Wohnen bekannt gegeben, den Aktionären der GSW ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot zu unterbreiten, ihre auf den Inhaber lautenden Stückaktien durch Tausch von jeweils 20 Aktien der GSW gegen 51 neue, auf den Inhaber lautende Stückaktien der Deutsche Wohnen mit Gewinnberechtigung ab 01.01.2014 erwerben zu wollen. Im Rahmen der Angebotsunterlage zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot, die am 01.10.2013 veröffentlicht wurde (im Folgenden auch kurz „Übernahmeangebot“), hat die Deutsche Wohnen in Erwägung gezogen, soweit es zur bestmöglichen Realisierung der Synergiepotenziale erforderlich ist, nach Vollzug des Umtauschangebots zwischen einer oder mehreren Gesellschaften des Deutsche Wohnen-Konzerns als Mutterunternehmen und einer oder mehreren Gesellschaften des GSW-Konzerns als beherrschtem und/oder gewinnabführenden Unternehmen den Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrags gemäß §§ 291 ff. AktG zu veranlassen.

Die Übernahme unterlag gemäß §§ 35 ff. GWB der Zusammenschlusskontrolle durch das Bundeskartellamt. Die Nichtuntersagungsentscheidung des Bundeskartellamts ist am 30.08.2013 erfolgt. Am 31.10.2013 wurde bekannt gegeben, dass die im Übernahmeangebot vorgesehene Mindestannahmeschwelle von 75 % erreicht wurde. Am 27.11.2013 hat der Vorstand der Deutsche Wohnen die erfolgreiche Durchführung der durch die Hauptversammlung beschlossenen Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage und damit die Erfüllung der letzten Vollzugsbedingung des an die Aktionäre der GSW gerichteten freiwilligen



Übernahmeangebots mitgeteilt. Am 07.03.2014 wurde dann die Absicht, einen Beherrschungsvertrag abschließen zu wollen, von der Deutsche Wohnen und der GSW bekanntgegeben.

Unsere Arbeiten haben wir nach unserer Beauftragung in den Monaten Februar 2014 bis zum Unterschriftsdatum dieser gutachtlichen Stellungnahme in den Geschäftsräumen der GSW in Berlin, der Deutsche Wohnen in Berlin und in unseren Büroräumen in Düsseldorf durchgeführt.

Basis unserer Arbeiten waren insbesondere die folgenden Unterlagen:

- Entwurf des Beherrschungsvertrags zwischen der Deutsche Wohnen und der GSW mit Datum vom 22.04.2014;
- Entwurf des gemeinsamen Berichts des Vorstands der Deutsche Wohnen und des Vorstands der GSW gemäß § 293a AktG über einen Beherrschungsvertrag („Vertragsbericht“) mit Datum vom 22.04.2014;
- Unternehmensplanung der GSW für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016;
- Unternehmensplanung der Deutsche Wohnen für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016;
- Geschäftsberichte der GSW und der Deutsche Wohnen für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013;
- Prüfungsberichte über den Jahresabschluss und den Lagebericht der GSW für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 der PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (im Folgenden kurz: „PwC“);
- Prüfungsberichte über den Konzernabschluss und den Konzernlagebericht der GSW für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 von PwC;
- Prüfungsberichte über den Jahresabschluss und den Lagebericht der Deutsche Wohnen für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 der Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (im Folgenden kurz: „EY“);
- Prüfungsberichte über den Konzernabschluss und den Konzernlagebericht der Deutsche Wohnen für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 von EY;
- Handelsregisterauszug der GSW vom 14.04.2014;
- Handelsregisterauszug der Deutsche Wohnen vom 17.04.2014;
- Satzung der GSW in der im Handelsregister am 14.04.2014 eingetragenen Fassung;



- Satzung der Deutsche Wohnen in der im Handelsregister am 27.11.2013 eingetragenen Fassung;
- Ermittlung des gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenpreises der Aktie der GSW und der Aktie der Deutsche Wohnen gemäß WpÜG durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) vom 18.03.2014 für den Dreimonatszeitraum endend am 06.03.2014.

Darüber hinaus haben wir auf öffentlich zugängliche Informationen sowie Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.

Über die wirtschaftlichen und steuerlichen Verhältnisse der GSW und der Deutsche Wohnen sowie zur Planungsrechnung wurden uns offen und bereitwillig Auskünfte erteilt. Von den Vorständen der Deutsche Wohnen und der GSW haben wir jeweils eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt erhalten, dass uns alle Informationen, die für die Bewertung von Bedeutung sind, richtig und vollständig zur Verfügung gestellt worden sind.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Jahres- bzw. Konzernabschlüsse sowie der Lageberichte oder der Geschäftsführung der GSW, der Deutsche Wohnen bzw. ihrer jeweiligen Konzernunternehmen vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind nicht Gegenstand unserer Bewertungsarbeiten. Die Übereinstimmung der uns vorliegenden Einzel- und Konzernabschlüsse sowie der Lageberichte der GSW bzw. der Deutsche Wohnen für die in diesem Bericht dargestellten abgeschlossenen Geschäftsjahre mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften ist vom jeweiligen Abschlussprüfer uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahresabschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir daher von der Korrektheit der uns vorliegenden Unterlagen aus.

Unseren Arbeiten liegt die Stellungnahme des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V., Düsseldorf, IDW-Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen vom 02.04.2008 („IDW S 1 i. d. F. 2008“) zugrunde. Ferner haben wir die in der Rechtsprechung entwickelten Leitlinien berücksichtigt.

Wir erstatten diese gutachtliche Stellungnahme als neutraler Gutachter.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Arbeiten am Unterschriftsdatum dieser gutachtlichen Stellungnahme und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der ordentlichen Hauptversammlung der GSW am 18.06.2014 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf die Bemessung der Abfindung oder des Ausgleichs auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.

Unserem Auftragsverhältnis legen wir die als Anlage beigefügten „Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung



vom 1. Januar 2002“ zugrunde. Unsere Haftung begrenzt sich gemäß Ziffer 9 Abs. 2 dieser Allgemeinen Auftragsbedingungen für einen einzelnen fahrlässig verursachten Schadensfall, mit Ausnahme der Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, auf 4 Mio. EUR. Der vorgenannte Haftungshöchstbetrag steht insgesamt nur einmal für alle etwaigen Anspruchsberechtigten zur Verfügung. Im Verhältnis zu Dritten sind Nr. 1 Abs. 2 und Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen maßgebend.

Die gutachtliche Stellungnahme wird im Zusammenhang mit dem beabsichtigten Abschluss eines Beherrschungsvertrags gemäß § 291 AktG erstellt und wird als Anlage zum Vertragsbericht veröffentlicht.

Die darüber hinausgehende Weitergabe unserer gutachtlichen Stellungnahme an Dritte bedarf unserer ausdrücklichen Zustimmung. Die Zustimmung zur Weitergabe an einen Dritten wird unsererseits nur unter der Voraussetzung erteilt, dass zwischen dem jeweiligen Dritten und Warth & Klein Grant Thornton eine schriftliche Haftungsvereinbarung getroffen wird.

## B. BEWERTUNGSOBJEKTE

### I. GSW Immobilien AG

#### 1. Rechtliche Verhältnisse

*Handelsregister, Satzung und Beteiligungsverhältnisse*

Die GSW hat ihren Sitz in Berlin und ist unter HRB 125788 B im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg eingetragen. Das Geschäftsjahr der GSW entspricht dem Kalenderjahr. Die Satzung der GSW ist gültig in der in das Handelsregister am 14.04.2014 eingetragenen Fassung.

Der wesentliche direkte und indirekte Anteilsbesitz der GSW stellt sich zum 31.12.2013 wie folgt dar:

Beteiligungsübersicht zum 31.12.2013 GSW Immobilien AG	Anteil in %
DCM GmbH & Co. Renditefonds 506 KG	99,0%
DCM GmbH & Co. Renditefonds 507 KG	99,0%
DCM GmbH & Co. Renditefonds 508 KG	99,0%
DCM GmbH & Co. Renditefonds 510 KG	99,0%
FACILITA Berlin GmbH	100,0%
Grundstücksgesellschaft Karower Damm mbH	100,0%
GSW Acquisition 3 GmbH	100,0%
GSW Berliner Asset Invest GmbH & Co. KG	100,0%
GSW Berliner Asset Invest Verwaltungs GmbH	100,0%
GSW Corona GmbH*	100,0%
GSW Fonds Weinmeisterhornweg 170-178 GbR**	49,9%
GSW Gesellschaft für Stadterneuerung mbH	100,0%
GSW Grundvermögens- und Vertriebsgesellschaft mbH	100,0%
GSW Immobilien Beteiligungs GmbH	100,0%
GSW Immobilien GmbH & Co. Leonberger Ring KG	94,0%
GSW Pegasus GmbH*	100,0%
GSW Verwaltungs- und Betriebsgesellschaft mbH & Co. Zweite Beteiligungs KG	93,4%
GSW Wohnwert GmbH	100,0%
GSZ Gebäudeservice und Sicherheitszentrale GmbH	33,3%
Siwoge 1992 Siedlungsplanung und Wohnbauten Gesellschaft mbH	50,0%
Stadtentwicklungsgesellschaft Buch mbH	100,0%
Stadtentwicklungsgesellschaft Eldenaer Straße mbH (in Liquidation)	50,0%
Wohnanlage Leonberger Ring GmbH*	100,0%
Zisa Beteiligungs GmbH	49,0%
Zisa Grundstücksbeteiligungs GmbH & Co. KG	94,9%
Zisa Verwaltungs GmbH	100,0%
Zweite GSW Verwaltungs- und Betriebsgesellschaft mbH	100,0%

\* Der durchgerechnete quoteale 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%

\*\* Der Anteilsbesitz beträgt am 01.01.2014 rd. 50,88 %. Die Gesellschaft wird ab dem Geschäftsjahr 2014 als verbundenes Unternehmen vollkonsolidiert.

Daneben besitzt die GSW Minderheitsbeteiligungen an Gesellschaften, welche sich teilweise in Liquidation befinden.

*Grundkapital, Anzahl Aktien, Aktionäre*

Das Grundkapital der GSW beträgt zum Abschluss unserer Arbeiten 56.676.960,00 EUR und ist eingeteilt in 56.676.960 auf den Inhaber lautende Stückaktien, der rechnerische Anteil am Grundkapital beträgt jeweils 1,00 EUR. Die GSW hält keine eigenen Aktien.

Bei Abschluss unserer Arbeiten hält die Deutsche Wohnen 52.154.429 Aktien der GSW; dies entspricht einem Anteil von rund 92,02 % am Grundkapital der GSW.

## **2. Wirtschaftliche Verhältnisse**

### **a) Gegenstand der Geschäftstätigkeit**

Ausweislich der derzeit gültigen Satzung ist der Gegenstand des Unternehmens 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.

Die GSW kann Unternehmen, an denen sie beteiligt ist, unter ihrer einheitlichen Leitung zusammenfassen und/oder sich auf die Verwaltung der Beteiligung(en) beschränken und Unternehmensverträge jeder Art abschließen sowie ihren Betrieb ganz oder teilweise in Unternehmen, an denen sie mehrheitlich beteiligt ist, ausgliedern oder solchen Unternehmen überlassen.

Das Geschäftsmodell der GSW ist auf die Vermietung und Bewirtschaftung von Wohnimmobilien in Berlin ausgerichtet. Zum Ende des Geschäftsjahres 2013 umfasst das Immobilienportfolio der GSW 59.949 Wohneinheiten und 1.013 Gewerbeeinheiten sowie 9.663 Parkplätze. Das Portfolio der GSW ist sowohl in Bezug auf die Wohnlagen als auch mit Blick auf die Wohnungsgröße und Baujahresklassen breit diversifiziert. Wesentlicher Teil des Geschäftsmodells ist das Portfoliomanagement, daneben gehören ergänzend ausgewählte Verkäufe von Wohnungen und Teilportfolios zur Geschäftstätigkeit der GSW.

Die GSW ist die oberste Gesellschaft im GSW-Konzern; sie leitet den Konzern und steuert die strategische Entwicklung der Gruppe. Sämtliche operativen Tätigkeiten des GSW-Konzerns sind in dem Segment „Vermietung von Wohnungen im Berliner Raum“ zusammengefasst und werden zum einen von der GSW und zum anderen von ihrer Tochtergesellschaft FACILITA Berlin GmbH (im Folgenden „Facilita“) betrieben.

Die Facilita ist eine Dienstleistungsgesellschaft für das komplette Leistungsspektrum des infrastrukturellen und technischen Facility Managements. Die Facilita beschäftigt die Faci-

lity Manager im GSW-Konzern und hat eigenes Verwaltungspersonal. Das Leistungsspektrum umfasst Aufgangsreinigung, Pflege von Grünanlagen, Hausmeisterleistungen, Durchführung von Kleinreparaturen, Leerstandsbewirtschaftung, Leerwohnungssanierung sowie das Management technischer Gebäudeausrüstung. Ebenso gehören zum Leistungsangebot der Facilita die Ausführung von Baumaßnahmen sowie Sanierungsprojekte.

Wesentliche Immobilienbestände werden zudem durch die Tochterunternehmen GSW Pegasus GmbH, GSW Corona GmbH und GSW Grundvermögens- und Vertriebsgesellschaft mbH gehalten. Weiterhin hält die GSW Mehrheitsbeteiligungen an Tochterunternehmen, die zum Teil einzelne Wohnanlagen halten. Diese Gesellschaften verfügen über kein eigenes Personal.

## b) Ertrags- und Vermögenslage

Die *Ertragslage* der GSW nach IFRS stellt sich auf Grundlage der in den Geschäftsberichten veröffentlichten und testierten Angaben für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 wie folgt dar:

Gewinn- und Verlustrechnung GSW Immobilien AG	2011	2012	2013
	Ist Mio. EUR	Ist Mio. EUR	Ist Mio. EUR
Erlöse aus Vermietung und Verpachtung	194,2	212,0	235,7
Erträge aus gewährten Zuschüssen	9,9	7,9	5,5
Umsatzkosten der Vermietung und Verpachtung	-63,0	-59,9	-61,7
<b>Ergebnis aus Vermietung und Verpachtung</b>	<b>141,1</b>	<b>160,0</b>	<b>179,5</b>
Erlöse aus der Veräußerung von als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien	56,8	68,5	110,2
Buchwert der veräußerten als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien	-44,0	-49,5	-98,4
Umsatzkosten im Zusammenhang mit veräußerten als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien	-9,5	-9,4	-7,8
<b>Ergebnis aus der Veräußerung von als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien</b>	<b>3,3</b>	<b>9,6</b>	<b>4,0</b>
Erträge aus Aufwertungen von als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien	79,7	133,8	76,3
Aufwendungen aus Abwertungen von als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien	-23,5	-57,5	-55,7
<b>Ergebnis aus der Bewertung von als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien</b>	<b>56,2</b>	<b>76,4</b>	<b>20,6</b>
Allgemeine Verwaltungsaufwendungen	-48,5	-37,2	-54,2
Andere Erträge und Aufwendungen	25,1	5,7	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern und Zinsen (EBIT)</b>	<b>177,2</b>	<b>214,4</b>	<b>149,8</b>
Ergebnis aus anderen Finanzanlagen	0,1	1,2	0,3
Zinserträge	40,8	23,3	23,6
Zinsaufwendungen	-110,2	-98,8	-100,6
<b>Ergebnis vor Steuern vom Einkommen und vom Ertrag</b>	<b>107,8</b>	<b>140,1</b>	<b>73,2</b>
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-2,7	3,2	-13,2
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>105,1</b>	<b>143,3</b>	<b>60,0</b>
<b>Davon entfallen auf:</b>			
Anteilseigner des Mutterunternehmens	105,1	143,2	59,9
Andere Gesellschafter	0,0	0,0	0,1

Die im Geschäftsbericht veröffentlichten Gewinn- und Verlustrechnungen der GSW nach dem Umsatzkostenverfahren unterscheiden sich in ihrer Struktur von der Darstellung der Deutsche Wohnen, da diese ihre Konzernjahresüberschüsse nach dem Gesamtkostenverfahren ausweist. Daher sind die einzelnen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung zwischen der Deutsche Wohnen und der GSW nicht direkt vergleichbar. Aus diesem Grund wurde uns die Darstellung der Gewinn- und Verlustrechnung der GSW für Vergleichszwecke ebenfalls nach dem Gesamtkostenverfahren zur Verfügung gestellt. Diese stellt sich wie folgt dar:

<b>Gewinn- und Verlustrechnung - Gesamtkostenverfahren</b> GSW Immobilien AG	<b>2011</b> Ist Mio. EUR	<b>2012</b> Ist Mio. EUR	<b>2013</b> Ist Mio. EUR
<b>Sollmieten</b>	<b>203,1</b>	<b>219,9</b>	<b>244,8</b>
Erlösschmälerungen	-9,2	-9,0	-8,6
<b>Vertragsmieten</b>	<b>193,9</b>	<b>210,9</b>	<b>236,2</b>
Inkasso	-6,3	-5,4	-5,2
Nicht umlagefähige Betriebskosten	-7,9	-6,3	-6,6
Instandhaltung	-17,7	-18,9	-19,9
Sonstiges	0,5	0,3	-5,4
<b>Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>-31,4</b>	<b>-30,3</b>	<b>-37,0</b>
<b>Facilita</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>
<b>Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>163,9</b>	<b>182,4</b>	<b>201,3</b>
Verkaufserlöse	56,8	68,5	110,2
Verkaufskosten	-9,0	-8,9	-7,3
Buchwertabgang	-44,0	-49,5	-98,4
<b>Ergebnis aus Verkauf</b>	<b>3,8</b>	<b>10,1</b>	<b>4,5</b>
Verwaltungskosten	-53,3	-55,7	-54,1
Sonstige Aufwendungen und Erträge	-10,0	-2,5	-1,2
Projektkosten und Einmalerträge	17,6	4,4	-20,6
<b>Sonstige Aufwendungen und Erträge</b>	<b>-45,7</b>	<b>-53,7</b>	<b>-76,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>122,0</b>	<b>138,8</b>	<b>129,8</b>
Abschreibungen	-1,0	-0,8	-0,5
Ergebnis aus Fair-Value-Anpassungen *	56,2	76,4	20,6
<b>EBIT</b>	<b>177,2</b>	<b>214,4</b>	<b>149,8</b>
Zinsergebnis	-69,4	-75,5	-76,9
Ergebnis aus Finanzanlagen	0,1	1,2	0,3
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>107,8</b>	<b>140,1</b>	<b>73,2</b>
Ertragsteuern	-2,7	3,2	-13,2
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>105,1</b>	<b>143,3</b>	<b>60,0</b>

\* betreffen das Ergebnis aus der Fair-Value-Anpassung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien

Nach einem Konzernjahresüberschuss von rund 105,1 Mio. EUR im Jahr 2011, erwirtschaftete die GSW im Jahr 2012 einen Konzernjahresüberschuss von rund 143,3 Mio. EUR. Ursächlich hierfür waren insbesondere die nachstehenden Effekte. Im Zusammenhang mit einer Vergrößerung des Immobilienportfolios zum Ende des Jahres 2011 konnte die GSW eine Verbesserung des Ergebnisses aus der Wohnungsbewirtschaftung von rund 163,9 Mio. EUR auf rund 182,4 Mio. EUR erzielen. Des Weiteren konnte die GSW ihr Ergebnis aus Verkauf des Jahres 2012 im Vergleich zum Jahr 2011 um rund 6,3 Mio. EUR auf rund 10,1 Mio. EUR steigern. Gegenläufig wirkt im Jahr 2012 eine Verringerung der gesamten sonstigen Aufwendungen und Erträge. Darüber hinaus trug zur



positiven Ergebnisentwicklung des Jahres 2012 ein um rund 20,2 Mio. EUR höheres Ergebnis aus der Fair-Value-Anpassung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien bei.

Zwar konnte die GSW im Jahr 2013 das Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung im Vergleich zum Jahr 2012 auf Grund einer weiteren Ausweitung des Immobilienportfolios sowie eines Mietanstiegs um rund 18,9 Mio. EUR steigern. Jedoch wirkten sich eine Verringerung des Ergebnisses aus Verkauf, die Erhöhung der sonstigen Aufwendungen und Erträge sowie ein geringeres Ergebnis aus der Fair-Value-Anpassung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien negativ auf den Konzernjahresüberschuss aus. Die sonstigen Aufwendungen und Erträge stiegen in Folge von Projektkosten insbesondere im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot der Deutsche Wohnen sowie der Zuführung einer Rückstellung für das Bürogebäude in der Charlottenstraße (ehemals Kochstraße) für Instandsetzungsverpflichtungen bei Ablauf des Mietvertrages von rund 53,7 Mio. EUR im Jahr 2012 auf rund 76,0 Mio. EUR. Das Ergebnis aus der Fair-Value-Anpassung reduzierte sich von 76,4 Mio. EUR auf 20,6 Mio. EUR. In Folge vorgenannter Effekte sank der Konzernjahresüberschuss des Jahres 2013 auf rund 60 Mio. EUR.



Die *Vermögenslage* der GSW nach IFRS (Konzernabschluss) gemäß den in den Geschäftsberichten veröffentlichten und testierten Angaben für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 stellt sich wie folgt dar:

<b>Bilanz</b>	<b>31.12.2011</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>31.12.2013</b>
GSW Immobilien AG	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	2.930,2	3.302,2	3.509,9
Sachanlagen	2,4	2,1	1,9
Derivative Geschäfts- oder Vermögenswerte	1,1	1,1	1,1
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	0,4	0,2	0,2
Sonstige Finanzanlagen	6,2	6,1	6,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,5	0,3	0,2
Sonstige Vermögenswerte	6,7	11,9	7,2
Aktive latente Steuern	0,0	0,0	0,0
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>2.947,6</b>	<b>3.324,0</b>	<b>3.526,5</b>
Entwicklungsleistungen für Immobilien und sonstige Vorräte	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,8	6,9	11,0
Forderungen gegen nahestehende Personen und Unternehmen	0,0	0,5	0,0
Forderungen aus Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	3,0	2,8	0,8
Sonstige Vermögenswerte	4,6	22,6	9,2
Flüssige Mittel	62,6	167,7	70,7
Zur Veräußerung vorgesehene Vermögenswerte	17,1	45,3	26,4
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>92,1</b>	<b>245,9</b>	<b>118,2</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>3.039,7</b>	<b>3.569,9</b>	<b>3.644,8</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>1.166,4</b>	<b>1.440,4</b>	<b>1.656,9</b>
Finanzverbindlichkeiten	1.733,8	1.888,8	1.793,8
Pensionsrückstellungen	1,9	2,3	2,2
Sonstige Rückstellungen	4,1	3,1	7,9
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0,7	0,5	0,5
Sonstige Verbindlichkeiten	56,8	97,4	63,7
Passive latente Steuern	0,0	0,3	0,4
<b>Summe langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>1.797,3</b>	<b>1.992,4</b>	<b>1.868,5</b>
Finanzverbindlichkeiten	37,1	78,7	69,1
Sonstige Rückstellungen	1,5	3,0	0,7
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	24,3	31,0	35,6
Verbindlichkeiten gegenüber nahestehenden Personen und Unternehmen	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	0,4	0,2	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	12,1	24,1	13,9
Verbindlichkeiten im Zusammenhang mit zur Veräußerung bestimmten Vermögenswerten	0,7	0,0	0,0
<b>Summe kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>76,0</b>	<b>137,0</b>	<b>119,4</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>3.039,7</b>	<b>3.569,9</b>	<b>3.644,8</b>

Die Bilanzsumme der GSW hat sich im Jahr 2013 im Vergleich zum Jahr 2011 von rund 3,0 Mrd. EUR auf rund 3,6 Mrd. EUR erhöht. Diesem Anstieg liegt im Wesentlichen der Ankauf von Immobilienportfolios in 2012 sowie 2013 zugrunde, aus welchem sich ein höherer Betrag der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien ergibt. So erfolgte in 2012 ein Nettozugang von 5.957 Wohn- und Gewerbeeinheiten sowie in 2013 ein Nettozugang von 1.301 Wohn- und Gewerbeeinheiten. Darüber hinaus trugen sowohl 2012 als auch 2013 Wertsteigerungen der Immobilien zum Anstieg der Position „Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien“ bei.

Durch die Immobilienankäufe in den Geschäftsjahren 2012 und 2013 erhöhten sich die Darlehensverbindlichkeiten der GSW gegenüber dem Vorjahr. Hingegen verringerten sich die Verbindlichkeiten aus der Wandelschuldverschreibung, da diese durch den Anleihegläubiger im Dezember 2013 mit einem Nominalvolumen von 181 Mio. EUR fast vollständig gewandelt wurde. Insgesamt reduzierten sich die Finanzverbindlichkeiten im Geschäftsjahr 2013 um rund 105 Mio. EUR.



Das Eigenkapital erhöhte sich zum Bilanzstichtag 31.12.2013 um rund 217 Mio. EUR gegenüber dem Vorjahr und wurde maßgeblich durch das laufende positive Konzernergebnis sowie durch die Kapitalerhöhung im Zusammenhang mit der Wandlung der Wandschuldverschreibung beeinflusst. Zudem trugen positive Bewertungseffekte bei Derivaten zu einer Erhöhung des Eigenkapitals bei. Eigenkapitalmindernd wirkte sich hingegen die Dividendenauszahlung für das Geschäftsjahr 2012 in Höhe von 45,5 Mio. EUR im Juni 2013 aus.

### **3. Steuerliche Verhältnisse**

Die GSW wird beim Finanzamt für Körperschaften III in Berlin unter der Steuernummer 29/443/03718 geführt. Zwischen der GSW (als Organträgerin) und den Gesellschaften GSW Acquisition 3 GmbH, GSW Grundvermögens- und Vertriebsgesellschaft mbH, GSW Corona GmbH, Grundstücksgesellschaft Karower Damm mbH und GSW Wohnwert GmbH sowie mit der Wohnanlage Leonberger Ring GmbH besteht eine körperschaft- und gewerbesteuerliche Organschaft. Die GSW Acquisition 3 GmbH ist ihrerseits Organträgerin der GSW Pegasus GmbH. Daneben besteht mit mehreren Tochtergesellschaften eine umsatzsteuerliche Organschaft. Des Weiteren besteht seit Februar 2014 eine umsatzsteuerliche Organschaft zwischen der Deutsche Wohnen und der GSW.

Die Gesellschaft ist bis zum Jahr 2011 steuerlich veranlagt. Die steuerliche Betriebsprüfung für den Zeitraum 2005 bis 2007 ist noch nicht abgeschlossen. Die Betriebsprüfung für die Jahre 2008 bis 2011 hat im Januar 2014 begonnen.

Bei der GSW bestanden zum 26.11.2013 körperschaft- und gewerbesteuerliche Verlustvorträge. Die zum 26.11.2013 bestehenden körperschaftsteuerlichen und gewerbesteuerlichen Verlustvorträge belaufen sich auskunftsgemäß jeweils auf rund 1,5 Mrd. EUR. Zudem bestehen zum 26.11.2013 körperschaft- und gewerbesteuerliche Verlustvorträge für die Tochtergesellschaften GSW Gesellschaft für Stadterneuerung mbH, GSW Immobilien Beteiligungs GmbH, Stadtentwicklungsgesellschaft Buch mbH, GSW Berliner Asset Invest GmbH & Co KG und Zisa Verwaltungs GmbH, die nicht in dem Organkreis enthalten sind.

Mit dem Erwerb von mehr als 90 % der Aktien der GSW durch die Deutsche Wohnen am 27.11.2013 geht die Gesellschaft aktuell von einem Untergang der auf Ebene der GSW bestehenden Verlustvorträge aus, da nach Auskunft der GSW dieser Erwerb einen schädlichen Anteilseignerwechsel im Sinne von § 8c KStG darstellt. Jedoch erwartet die Gesellschaft, durch die Nutzung der sog. Verschonungsregel nach § 8c Abs. 1 Satz 6 KStG durch Hebung stiller steuerpflichtiger Reserven rund 0,7 Mrd. EUR der derzeit bestehenden Verlustvorträge erhalten zu können. Diese potenziell verbleibenden Verlustvorträge wurden von uns im Rahmen der Steuerberechnung berücksichtigt, soweit sie mit entsprechenden geplanten Gewinnen verrechnet werden konnten. Für die bei den Toch-



tergesellschaften GSW Gesellschaft für Stadterneuerung mbH, GSW Immobilien Beteiligungs GmbH, Stadtentwicklungsgesellschaft Buch mbH, GSW Berliner Asset Invest GmbH & Co KG und Zisa Verwaltungs GmbH bestehenden körperschaft- und gewerbesteuerlichen Verlustvorträge geht die GSW davon aus, dass diese vollständig untergegangen sind. Daher wurden diese Verlustvorträge nicht von uns in der Bewertung berücksichtigt.

Unternehmensindividuelle Besonderheiten in Bezug auf die steuerlichen Verhältnisse bestehen im GSW-Konzern aufgrund der Eigenschaft als Wohnungsunternehmen. Für reine Grundstückunternehmen besteht beispielsweise die Möglichkeit der erweiterten Gewerbesteuerkürzung. Diese wird von der GSW jedoch nicht beantragt, weil die entsprechenden Voraussetzungen nicht erfüllt werden.

Die bei der GSW bestehenden Körperschaftsteuerguthaben wurden im Rahmen der Bewertung als Sonderwert angesetzt. Ehemalige EK 02-Bestände, die im Zusammenhang mit der Aufhebung der Körperschaftsteuerbefreiung für gemeinnützige Wohnungsunternehmen im GSW-Konzern entstanden waren, wurden bereits im Jahr 2011 abgelöst und waren daher im Rahmen der Bewertung nicht mehr wertmindernd zu erfassen.

Die Steuerplanung nimmt an, dass die Regelungen nach § 4h Abs. 2 EStG greifen und die Zinsschranke nicht zum Tragen kommt, da die Escape-Klausel in der Vergangenheit genutzt werden konnte.

## **II. Deutsche Wohnen AG**

### **1. Rechtliche Verhältnisse**

*Handelsregister, Satzung und Beteiligungsverhältnisse*

Die Deutsche Wohnen hat ihren Sitz in Frankfurt am Main und ist unter HRB 42388 im Handelsregister des Amtsgerichts 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 27.11.2013 eingetragenen Fassung.



Der wesentliche direkte und indirekte Anteilsbesitz der Deutsche Wohnen stellt sich zum 31.12.2013 wie folgt dar:

Beteiligungsübersicht zum 31.12.2013 Deutsche Wohnen AG	Anteil in %	Anteil in %	
AGG Auguste-Viktoria-Allee Grundstücks GmbH	100,0%	GEHAG Dritte Beteiligungs GmbH	100,0%
Algarobo Holding B.V., Amsterdam, Niederlande	100,0%	GEHAG Erste Beteiligungs GmbH	100,0%
Aufbau-Gesellschaft der GEHAG mbH	100,0%	GEHAG Erwerbs GmbH & Co. KG	100,0%
AVUS Immobilien Treuhand GmbH & Co. KG	100,0%	GEHAG GmbH, Berlin	100,0%
BauBeCon Assets GmbH	100,0%	GEHAG Vierte Beteiligung SE (vormals: GEHAG Vierte Beteiligung SE)	100,0%
BauBeCon BIO GmbH	100,0%	GEHAG Zweite Beteiligungs GmbH	100,0%
BauBeCon Immobilien GmbH	100,0%	GGR Wohnparks Alte Heliendorfer Straße GmbH	100,0%
BauBeCon Wohnwert GmbH	100,0%	GGR Wohnparks Kastanienallee GmbH	100,0%
DB Immobilienfonds 14 Rhein-Pfalz Wohnen GmbH & Co. KG	89,5%	GGR Wohnparks Nord Leipziger Tor GmbH	100,0%
Deutsche Wohnen Asset Immobilien GmbH	100,0%	GGR Wohnparks Süd Leipziger Tor GmbH	100,0%
Deutsche Wohnen Beteiligungen Immobilien GmbH	100,0%	GIM Immobilien Management GmbH (vormals: GEHAG Immobilien Management GmbH*)	100,0%
Deutsche Wohnen Beteiligungsverwaltungs GmbH & Co. KG	100,0%	GSW Immobilien AG**	92,0%
Deutsche Wohnen Construction and Facilities GmbH	100,0%	Hannes Investments B.V., Amsterdam, Niederlande	100,0%
Deutsche Wohnen Corporate Real Estate GmbH	100,0%	Haus und Heim Wohnungsbau-GmbH	100,0%
Deutsche Wohnen Direkt Immobilien GmbH	100,0%	HESIONE Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH	100,0%
Deutsche Wohnen Dresden I GmbH (vormals: arsago wohnen XIII GmbH)	100,0%	Holzmindener Straße/Tempelhofer Weg Grundstücks GmbH	100,0%
Deutsche Wohnen Dresden II GmbH (vormals: arsago wohnen XIV GmbH)	100,0%	Intermetro B.V., Amsterdam, Niederlande	100,0%
Deutsche Wohnen Energy GmbH (vormals: Kristensen Energy GmbH)	100,0%	KATHARINENHOF Seniorenwohn- und Pflegeanlage Betriebs-GmbH	100,0%
Deutsche Wohnen Fondsbeteiligungs GmbH	100,0%	KATHARINENHOF Service GmbH	100,0%
Deutsche Wohnen Immobilien Management GmbH (vormals: Deutsche Wohnen Service GmbH)	100,0%	Larry Berlin I S.à r.l., Luxemburg	94,8%
Deutsche Wohnen Management GmbH	100,0%	Larry Berlin II S.à r.l., Luxemburg	94,8%
Deutsche Wohnen Management- und Servicegesellschaft mbH	100,0%	Larry Berlin Lichtenberg S.à r.l., Luxemburg	94,8%
Deutsche Wohnen Reisholz GmbH (vormals: FdR Reisholz Verwaltungs-GmbH)	100,0%	Larry Condo Holdco S.à r.l., Luxemburg	94,8%
Deutsche Wohnen Service Hannover GmbH	100,0%	Larry Condo S.à r.l., Luxemburg	94,8%
Deutsche Wohnen Service Magdeburg GmbH	100,0%	Larry I Targetco (Berlin) GmbH	100,0%
Deutsche Wohnen Service Mersburg GmbH (vormals: Kristensen Service GmbH)	100,0%	Larry II Berlin Heliendorf S.à r.l., Luxemburg	94,8%
Deutsche Wohnen Zweite Fondsbeteiligungs GmbH	100,0%	Larry II Berlin Marzahn S.à r.l., Luxemburg	94,8%
Dritte V-B-S-Verwaltungs-, Besitz- und Servicegesellschaft mbH	100,0%	Larry II Greater Berlin S.à r.l., Luxemburg	94,8%
DWRE Alpha GmbH (vormals: Kristensen Real Estate Alpha GmbH)	100,0%	Larry II Potsdam S.à r.l., Luxemburg	94,8%
DWRE Braunschweig GmbH (vormals: Kristensen Real Estate Braunschweig GmbH)	100,0%	Larry I Targetco (Berlin) GmbH	100,0%
DWRE Dresden GmbH (vormals: Kristensen Real Estate Dresden GmbH)	100,0%	Lebenswerk GmbH	100,0%
DWRE Erfurt GmbH (vormals: Kristensen Real Estate Erfurt GmbH)	100,0%	Main-Taunus Wohnen GmbH & Co. KG	100,0%
DWRE Halle GmbH (vormals: Kristensen Real Estate Halle GmbH)	100,0%	Marienfelder Allee 212-220 Grundstücksgesellschaft b.R.	94,0%
DWRE Hennigsdorf GmbH, Berlin (vormals: Kristensen Real Estate Hennigsdorf GmbH)	100,0%	Rhein-Main Wohnen GmbH	100,0%
DWRE Leipzig GmbH (vormals: Kristensen Real Estate Leipzig GmbH, Berlin)	100,0%	Rhein-Mosel Wohnen GmbH	100,0%
DWRE Merseburg GmbH (vormals: Kristensen Real Estate Merseburg GmbH)	100,0%	Rhein-Pfalz Wohnen GmbH	100,0%
Eisenbahn-Siedlungs-Gesellschaft Berlin mit beschränkter Haftung	94,9%	Rhein-Weich GmbH	100,0%
Erste V-B-S-Verwaltungs-, Besitz- und Servicegesellschaft mbH	100,0%	RMW Projekt GmbH	100,0%
Fortimo GmbH	100,0%	Seniorenresidenz "Am Lunapark" GmbH	100,0%
G+D Gesellschaft für Energiemanagement mbH	100,0%	SGG Scharnweberstraße Grundstücks GmbH	100,0%
GbR Fernheizung Gropiusstadt	49,0%	Sophienstraße Aachen Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH	100,0%
Getag Acquisition Co. GmbH	45,6%	Stadtentwicklungsgesellschaft Eldenaer Straße mbH i.L.	50,0%
GEHAG Beteiligungs GmbH & Co. KG	100,0%	Vierte V-B-S-Verwaltungs-, Besitz- und Servicegesellschaft mbH	100,0%
		Wohn- und Pflegewelt Lahnblick GmbH	100,0%

\*\* Am 01.01.2014 wurden 51 % der Anteile abgetrennt.

\*\* Eine Aufstellung der direkten und indirekten Beteiligungen der GSW Immobilien AG findet sich in Abschnitt B.1.1.  
Am 21.01.2014 wurde die Funk Schadenmanagement GmbH gegründet. Der indirekte Anteil der Deutsche Wohnen beträgt 49,0%.  
Daneben hält die Deutsche Wohnen noch Minderheitsbeteiligungen an mehreren Kapitalgesellschaften.

Die Deutsche Wohnen übernimmt innerhalb des Deutsche Wohnen-Konzerns Finanz- und Management-Holdingfunktionen für die Konzerngesellschaften. Hierzu gehört vor allem die strategische Unternehmensentwicklung, das Rechts- und Personalwesen, die Verhandlungsführung beim Erwerb von Immobilien, die Finanzierung des Deutsche Wohnen-Konzerns, das Rechnungswesen, Controlling, IT und das Risikomanagement für die direkten und indirekten Tochtergesellschaften der Deutsche Wohnen. Zudem ist die Deutsche Wohnen für die Unternehmenskommunikation, das Marketing und Investor Relations verantwortlich. Die Tochtergesellschaften der Deutsche Wohnen besorgen das operative Geschäft des Deutsche Wohnen-Konzerns, das in die Segmente Wohnungsbewirtschaftung, Verkauf sowie Pflege und Betreutes Wohnen eingeteilt ist.

Die Wohnungsbewirtschaftung erfolgt vornehmlich durch die Deutsche Wohnen Management GmbH, die Deutsche Wohnen Immobilien Management GmbH und die Deutsche Wohnen Construction and Facilities GmbH. Die Bewirtschaftung und Entwicklung der Bestandsimmobilien, wozu auch die Bereiche Steuerung, Mietenmanagement, Forderungsmanagement sowie das Service Center gehören, wird hierbei durch die Deutsche Wohnen Management GmbH verantwortet. Das bundesweite Netz der Service Points und Vermietungsbüros des Deutsche Wohnen-Konzerns ist innerhalb der Deutsche Wohnen Immobilien Management GmbH angesiedelt. Das technische Projektmanagement sowie der zentrale Einkauf obliegen der Deutsche Wohnen Construction and Facilities GmbH. Die strategischen und operativen Verkaufsaktivitäten des Deutsche Wohnen-Konzerns sind in der Deutsche Wohnen Corporate Real Estate GmbH gebündelt.



Das Geschäftsfeld Pflege und Betreutes Wohnen wird vollständig von der KATHARINENHOF Seniorenwohn- und Pflegeanlage Betriebs-GmbH und ihren Tochtergesellschaften betrieben, die 21 Einrichtungen mit über 2.200 Wohn- und Pflegeplätzen betreuen.

Die Wohnimmobilien des Deutsche Wohnen-Konzerns befinden sich in zahlreichen Asset-Gesellschaften.

*Grundkapital, Anzahl Aktien, Aktionäre*

Das Grundkapital der Deutsche Wohnen beträgt 286.216.731,00 EUR und ist eingeteilt in 286.216.731 Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 1,00 EUR je Aktie. Die Aktien der Gesellschaft sind Namens- oder Inhaberaktien. Die Deutsche Wohnen hält keine eigenen Aktien.

## **2. Wirtschaftliche Verhältnisse**

### **a) Gegenstand der Geschäftstätigkeit**

Ausweislich der derzeit gültigen Satzung ist der Gegenstand des Unternehmens 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 bestehende Immobilienportfolio bildet die Geschäftsgrundlage der Deutsche Wohnen und stellt die Basis für die weiteren Produkte und Dienstleistungen der Gesellschaft dar. Gemessen an der Zahl der bewirtschafteten Wohneinheiten ist die Deutsche Wohnen eine der größten börsennotierten Wohnungsgesellschaften Deutschlands. Ihr Immobilienbestand (ohne GSW) umfasst zum 31.12.2013 90.270 Wohneinheiten und 1.133 Gewerbeimmobilien, sowie 22.170 Garagen- und Stellplätze. Die Deutsche Wohnen ist deutschlandweit tätig, wobei der Fokus der Geschäftstätigkeit auf der Bewirtschaftung von Wohn- und Pflegeimmobilien in wachstumsstarken Metropolregionen liegt. Dabei

handelt es sich vor allem um den Großraum Berlin, die Rhein-Main-Region mit Frankfurt am Main, das Rheinland mit Schwerpunkt Düsseldorf und stabile Ballungszentren wie Hannover/Braunschweig/Magdeburg sowie Halle/Leipzig/Dresden. Die regionalen Tätigkeitsgebiete der Deutsche Wohnen sind in der folgenden Grafik dargestellt.



Die Gesellschaft gliedert ihr Geschäft in die Geschäftssegmente Wohnungsbewirtschaftung, Verkauf sowie Pflege und Betreutes Wohnen. Das Geschäftssegment Wohnungsbewirtschaftung ist dabei Kern und Schwerpunkt der Unternehmenstätigkeit. Dieses Segment umfasst alle Tätigkeiten, die im Zusammenhang mit der Bewirtschaftung und Verwaltung von Wohnimmobilien, dem Management der Mietverträge und der Betreuung der Mieter stehen. Im Geschäftsjahr 2013 erwirtschaftete die Deutsche Wohnen (ohne GSW) mit rund 276,4 Mio. EUR rund 88 % ihrer Segmentergebnisse in diesem Bereich.

Zum Geschäftssegment Verkauf zählen hingegen alle Tätigkeiten des Verkaufs von Wohneinheiten, Gebäuden und Grundstücken. Der zum Verkauf stehende Wohnbestand gliedert sich dabei in Blockverkäufe (institutionelle Verkäufe) und Einzelprivatisierungen. Der Bereich Verkauf wird in Zukunft an Bedeutung verlieren, da die Gesellschaft einen Abverkauf aller zu veräußernden Einheiten bis 2022 plant. Im Geschäftsjahr 2013 entfielen mit rund 22,9 Mio. EUR rund 7 % der Segmentergebnisse auf den Bereich Verkauf (ohne GSW).

Im Rahmen ihres dritten Geschäftssegments Pflege und Betreutes Wohnen bewirtschaftet und vermarktet die Deutsche Wohnen überwiegend in ihrem Eigentum stehende Pflege- und Wohnimmobilien für Senioren unter der Marke KATHARINENHOF. Neben vollstationärer Pflege und der Zurverfügungstellung der angemieteten Wohnung bietet die Deutsche Wohnen im Rahmen des betreuten Wohnens älteren Menschen weitere seniorengerechte Service- und Dienstleistungen an. Der Bereich Pflege und Betreutes Wohnen

war im Geschäftsjahr 2013 mit einem operativen Ergebnis von rund 13,2 Mio. EUR für rund 4 % der erzielten Segmentergebnisse verantwortlich.

Insgesamt beschäftigt die Deutsche Wohnen derzeit 1.877 Mitarbeiter (Stand: 31.12.2013, ohne GSW). Neben 477 Mitarbeitern im Bereich Wohnen und Verkauf beschäftigt die Gesellschaft 1.400 Mitarbeiter im Geschäftssegment Pflege und Betreutes Wohnen.

## b) Ertrags- und Vermögenslage

Die *Ertragslage* der Deutsche Wohnen nach IFRS (Konzernabschluss) gemäß den in den Geschäftsberichten veröffentlichten und testierten Angaben für die Geschäftsjahre 2011 und 2012 sowie für das Geschäftsjahr 2013 laut der stand-alone Pro-forma Darstellung nach IFRS (vor Konsolidierung der GSW) ist in der folgenden Tabelle dargestellt:

<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b> Deutsche Wohnen AG (ohne GSW)	<b>2011</b> Ist Mio. EUR	<b>2012</b> Ist Mio. EUR	<b>2013</b> Ist Mio. EUR
<b>Sollmieten</b>	<b>204,1</b>	<b>247,8</b>	<b>366,7</b>
Erlösschmälerungen	-7,8	-7,8	-13,2
<b>Vertragsmieten</b>	<b>196,4</b>	<b>240,1</b>	<b>353,5</b>
Inkasso	-1,9	-3,0	-4,0
Nicht umlagefähige Betriebskosten	-5,8	-4,1	-8,9
Instandhaltung	-29,6	-34,7	-58,1
Sonstiges	-1,7	-3,9	-6,2
<b>Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>-39,0</b>	<b>-45,7</b>	<b>-77,2</b>
<b>Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>157,4</b>	<b>194,4</b>	<b>276,4</b>
Verkaufserlöse	150,6	167,8	164,3
Verkaufskosten	-8,3	-11,8	-9,4
Buchwertabgang	-131,7	-136,1	-131,9
<b>Ergebnis aus Verkauf</b>	<b>10,6</b>	<b>19,9</b>	<b>22,9</b>
Verwaltungskosten	-33,0	-40,4	-48,1
Sonstige Aufwendungen und Erträge	-2,3	-3,2	-5,3
Projektkosten	0,0	15,9	-17,2
<b>Sonstige Aufwendungen und Erträge</b>	<b>-35,3</b>	<b>-27,7</b>	<b>-70,6</b>
<b>Ergebnis aus Pflege und Betreutes Wohnen</b>	<b>9,2</b>	<b>9,9</b>	<b>13,2</b>
<b>EBITDA</b>	<b>142,0</b>	<b>196,5</b>	<b>241,9</b>
Abschreibungen	-3,0	-3,1	-5,5
Ergebnis aus Fair-Value-Anpassungen *	40,0	119,2	100,7
<b>EBIT</b>	<b>179,0</b>	<b>312,6</b>	<b>337,0</b>
Finanzerträge	0,7	2,0	0,8
Ergebnis aus der Marktwertanpassung derivat. Finanzinstr.	-0,2	-0,2	2,5
Finanzaufwendungen	-93,7	-108,7	-136,5
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>85,8</b>	<b>205,6</b>	<b>203,9</b>
Ertragsteuern	-35,2	-60,1	-5,3
<b>Periodenergebnis</b>	<b>50,6</b>	<b>145,5</b>	<b>198,5</b>

\* betreffen das Ergebnis aus der Fair-Value-Anpassung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien

Die positive Entwicklung des Periodenergebnisses der Deutsche Wohnen von 50,6 Mio. EUR in 2011 auf 198,5 Mio. EUR in 2013 ist im Wesentlichen der Ausweitung des Portfolios in Folge der durchgeführten Zukäufe geschuldet. Wesentliche Gründe für die positive Entwicklung des Periodenergebnisses im Geschäftsjahr 2012 gegenüber dem Vorjahr



waren des Weiteren eine starke Nachfrage nach Wohnraum in Ballungszentren und Metropolregionen durch kontinuierliche Zuwanderung und steigende Haushaltszahlen.

Die Einnahmen aus der Wohnungsbewirtschaftung (Sollmieten) sind im Wesentlichen durch die Vermietung des eigenen Immobilienbestandes geprägt. Hierzu zählen überwiegend Wohnimmobilien, aber auch gewerbliche Flächen sowie Stellplätze. Der Anstieg der Sollmieten von 204,1 Mio. EUR in 2011 auf 366,7 Mio. EUR in 2013 ist zum einen der Mietpreisanpassung geschuldet. Zum anderen resultiert der Anstieg aus der Ausweitung des gehaltenen Immobilienbestandes. So konnte die Anzahl der bewirtschafteten Wohn- und Gewerbeeinheiten von rund 50.600 Einheiten zum Ende des Geschäftsjahres 2011 auf rund 90.270 (Wohnen), 1.133 (Gewerbe) sowie rund 22.170 Garagen- und Stellplätze zum Ende des Geschäftsjahres 2013 ausgebaut werden.

Der Anstieg der Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung (Inkasso, nicht umlagefähige Betriebskosten, Instandhaltungskosten und Sonstiges) in den Geschäftsjahren 2012 und 2013 ist im Wesentlichen durch die Übernahme von Portfolios geprägt.

Das Ergebnis aus Verkauf hat in den Jahren 2011 bis 2013 positiv zur Periodenergebnisentwicklung beigetragen, da die Verkaufserlöse über den Buchwerten der Immobilien lagen. So wurden im Geschäftsjahr 2011 insgesamt 3.299 Wohn- und Gewerbeeinheiten mit einer Fläche von 210.453 m<sup>2</sup> veräußert. Im Geschäftsjahr 2012 beliefen sich die Veräußerungen auf 3.000 Wohn- und Gewerbeeinheiten mit einer Fläche von insgesamt 194.877 m<sup>2</sup> und in 2013 auf 3.425 Wohn- und Gewerbeeinheiten mit einer Fläche von 220.848 m<sup>2</sup>.

Die sonstigen Aufwendungen und Erträge belaufen sich im Geschäftsjahr 2013 auf -70,6 Mio. EUR gegenüber -35,3 Mio. EUR in 2011 und setzen sich aus Verwaltungskosten, sonstigen Aufwendungen und Erträgen und Projektkosten zusammen. Die in den Projektkosten ausgewiesenen Erträge des Jahres 2012 stehen im Wesentlichen im Zusammenhang mit dem Abschluss eines Vergleiches der Deutsche Wohnen mit der RREEF Management GmbH über den Verlustausgleich aus einem Beherrschungsvertrag. Im Geschäftsjahr 2013 reflektieren die Projektkosten die Kosten aus der Übernahme der GSW.

Das Ergebnis aus dem Segment Pflege und Betreutes Wohnen der Deutsche Wohnen ist 2013 gegenüber den Vorjahren insbesondere aufgrund des Erwerbs von Pflegeeinrichtungen gestiegen.

Die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien werden zum beizulegenden Zeitwert (Fair Value) angesetzt. Das Ergebnis aus der Fair-Value-Anpassung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien beläuft sich im Geschäftsjahr 2013 auf rund 100,7 Mio. EUR und spiegelt u. a. den Anstieg der Sollmieten wieder.

Die Finanzierungsaufwendungen und -erträge betreffen maßgeblich die Immobilienfinanzierung und belaufen sich im Saldo in 2011 auf -93,2 Mio. EUR. Aufgrund der erfolgten Erwerbe in den Jahren 2012 und 2013 steigt dieser Saldo auf -133,2 Mio. EUR im Geschäftsjahr 2013.

Die Ertragsteuern umfassen laufende und latente Steuern. Passivüberhänge bei latenten Steuern entstehen insbesondere, da die beizulegenden Zeitwerte die steuerlichen Buchwerte der Immobilien übersteigen. Die aktiven latenten Steuern resultieren im Wesentlichen aus Verlustvorträgen.

Die *Vermögenslage* der Deutsche Wohnen nach IFRS (Konzernabschluss, 2013 inkl. GSW) gemäß den in den Geschäftsberichten veröffentlichten und testierten Angaben für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 stellt sich wie folgt dar:

Bilanz	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Deutsche Wohnen AG	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	2.928,8	4.614,6	8.937,1
Sachanlagen	18,6	20,3	26,8
Immaterielle Vermögenswerte	2,5	3,3	503,7
Sonstige langfristige Vermögenswerte	0,6	0,4	21,7
Derivative Finanzinstrumente	0,0	0,0	2,7
Aktive latente Steuern	63,0	80,7	280,5
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>3.013,6</b>	<b>4.719,4</b>	<b>9.772,5</b>
Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und Gebäude	63,5	39,1	97,1
Andere Vorräte	2,9	3,2	3,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	14,0	20,8	29,8
Forderungen aus Ertragsteuern	0,8	1,2	2,6
Derivative Finanzinstrumente	0,0	0,0	0,1
Sonstige Vermögenswerte	2,3	9,1	13,7
Zahlungsmittel	167,8	90,6	196,4
<b>Zwischensumme kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>251,3</b>	<b>164,0</b>	<b>343,0</b>
Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte	37,4	24,4	57,5
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>288,7</b>	<b>188,5</b>	<b>400,6</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>3.302,3</b>	<b>4.907,8</b>	<b>10.173,1</b>
Gezeichnetes Kapital	102,3	146,1	286,2
Kapitalrücklage	496,2	859,3	2.601,8
Kumuliertes Periodenergebnis	484,6	603,9	889,8
Nicht beherrschende Anteile	0,3	0,3	166,5
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>1.083,4</b>	<b>1.609,7</b>	<b>3.944,3</b>
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	1.728,3	2.634,3	4.903,3
Wandelschuldverschreibung	0,0	0,0	247,9
Pensionsverpflichtungen	42,7	54,5	55,3
Steuerschulden	41,2	36,5	27,9
Derivative Finanzinstrumente	71,7	113,7	124,8
Sonstige Rückstellungen	8,3	7,1	6,5
Passive latente Steuern	96,2	143,3	353,1
<b>Summe langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>1.988,4</b>	<b>2.989,5</b>	<b>5.718,8</b>
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	106,4	134,4	251,3
Wandelschuldverschreibung	0,0	0,0	2,2
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	35,6	72,0	120,6
Verbindlichkeiten gegenüber Fonds-Kommanditisten	7,3	5,1	4,0
Sonstige Rückstellungen	3,3	7,3	9,8
Derivative Finanzinstrumente	23,2	38,8	34,5
Steuerschulden	17,4	27,1	34,7
Sonstige Verbindlichkeiten	37,3	24,1	53,0
<b>Summe kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>230,5</b>	<b>308,7</b>	<b>510,1</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>3.302,3</b>	<b>4.907,8</b>	<b>10.173,1</b>

Die Bilanzsumme der Deutsche Wohnen ist im Geschäftsjahr 2013 insbesondere aufgrund des Erwerbs von Portfolios sowie von rund 92,02 % der Anteile an der GSW gegenüber dem Jahr 2012 von rund 4,9 Mrd. auf rund 10,2 Mrd. EUR gestiegen und hat sich damit mehr als verdoppelt.

Die wesentliche Aktivposition sind die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien. Der Anstieg dieser Position von rund 2,9 Mrd. EUR in 2011 auf rund 8,9 Mrd. EUR im Jahr 2013 ist im Wesentlichen auf die erfolgten Zukäufe zurückzuführen. So befanden sich zum 31.12.2011 rund 50.600 Wohn- und Gewerbeeinheiten und zum 31.12.2013 rund 152.400 Wohn- und Gewerbeeinheiten (inkl. GSW) im Bestand der Deutsche Wohnen.

Der Anstieg der Positionen sonstige langfristige Vermögensgegenstände und latente Steuern steht u. a. im Zusammenhang mit dem erstmaligen Einbezug der GSW in den Konzernabschluss.

Das Eigenkapital ist durch die in 2013 erfolgten Kapitalmaßnahmen erhöht. Hierzu zählen die im Januar 2013 durchgeführte Barkapitalerhöhung, eine Sacheinlage im Rahmen des Erwerbs eines Berliner Portfolios sowie die Kapitalerhöhung im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot für die Aktien der GSW.

Die Deutsche Wohnen hat im November 2013 eine Wandelschuldverschreibung mit einer Laufzeit bis November 2020 mit einem Gesamtnennbetrag in Höhe von 250 Mio. EUR platziert. Wesentlicher Passivposten ist daneben die Position Finanzverbindlichkeiten. Die bestehenden Darlehen bzw. Kredite wurden insbesondere zur Finanzierung von Immobilien- und Unternehmenstransaktionen aufgenommen.

Für Zwecke der Bewertung wurde uns eine Bilanz der Deutsche Wohnen zum 31.12.2013 vor Konsolidierung der GSW zur Verfügung gestellt, da die GSW von uns gesondert bewertet wurde.

### **3. Steuerliche Verhältnisse**

Die Deutsche Wohnen wird beim Finanzamt Frankfurt am Main III unter der Steuernummer 45/231/38195 geführt. Zwischen der Deutsche Wohnen (als Organträgerin) und den Gesellschaften Deutsche Wohnen Management- und Servicegesellschaft mbH, der Deutsche Wohnen Management GmbH, der Deutsche Wohnen Fondsbeteiligungs GmbH, der Deutsche Wohnen Zweite Fondsbeteiligungs GmbH, der Deutsche Wohnen Corporate Real Estate GmbH sowie mit der Deutsche Wohnen Reisholz GmbH besteht eine ertragsteuerliche Organschaft. Daneben besteht mit fast allen Tochterkapitalgesellschaften eine umsatzsteuerliche Organschaft. Des Weiteren besteht seit Februar 2014 eine umsatzsteuerliche Organschaft zwischen der Deutsche Wohnen und der GSW.



Darüber hinaus bildet die Deutsche Wohnen-Tochtergesellschaft Rhein-Pfalz Wohnen GmbH mit ihrer Tochtergesellschaft DW Asset Immobilien GmbH eine eigene ertragsteuerliche Organschaft. Ebenso sind die Rhein-Main Wohnen GmbH und die GEHAG GmbH Organträgerinnen von ertragssteuerlichen Organschaften mit ihren wesentlichen Tochtergesellschaften.

Die Deutsche Wohnen ist bis zum Jahr 2011 steuerlich veranlagt. Die steuerliche Betriebsprüfung für die Deutsche Wohnen AG, die Rhein-Pfalz Wohnen GmbH und die Rhein-Main Wohnen GmbH für die Jahre 2005 bis 2008 ist auskunftsgemäß weitestgehend abgeschlossen. Eine steuerliche Betriebsprüfung für den Zeitraum 2010 bis 2011 wurde im Jahr 2014 für die GEHAG Vierte Beteiligung SE begonnen. Ebenso ist die Betriebsprüfung für die BauBeCon-Gesellschaften für den Zeitraum 2007 bis 2009 noch nicht abgeschlossen.

Im Deutsche Wohnen-Konzern bestehen nach Auskunft der Gesellschaft zum 31.12.2013 körperschaft- und gewerbsteuerliche Verlustvorträge. Die nutzbaren körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge von Gesellschaften des Deutsche Wohnen-Konzerns belaufen sich auskunftsgemäß auf insgesamt rund 1.066,2 Mio. EUR, die gewerbsteuerlichen Verlustvorträge auf rund 888,1 Mio. EUR.

Die größten körperschaftsteuerlichen und gewerbsteuerlichen Verlustvorträge bestehen dabei auskunftsgemäß bei der GEHAG GmbH in Höhe von rund 716,8 Mio. EUR bzw. rund 687,7 Mio. EUR sowie bei der Deutsche Wohnen AG in Höhe von rund 175,0 Mio. EUR bzw. rund 144,3 Mio. EUR. Zudem bestehen körperschaft- und gewerbsteuerliche Verlustvorträge bei der Rhein-Pfalz Wohnen GmbH in Höhe von rund 41,9 Mio. EUR bzw. rund 44,7 Mio. EUR sowie körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge bei der Rhein-Main Wohnen GmbH in Höhe von rund 92,6 Mio. EUR. Weiterhin bestehen nutzbare körperschaft- und gewerbsteuerliche Verlustvorträge für weitere Tochtergesellschaften, die nicht in den ertragsteuerlichen Organkreisen enthalten sind.

Die im Deutsche Wohnen-Konzern bestehenden Körperschaftsteuerguthaben wurden im Rahmen der Bewertung als Sonderwert angesetzt. Die bestehenden Verlustvorträge der jeweiligen Organträger sowie der Tochtergesellschaften außerhalb des Organkreises haben wir, soweit diese nutzbar sind, bei der Ableitung der Unternehmensteuern berücksichtigt.

Unternehmensindividuelle Besonderheiten in Bezug auf die steuerlichen Verhältnisse bestehen im Deutsche Wohnen-Konzern aufgrund der Eigenschaft als Wohnungsunternehmen bzw. als Betreiber von Pflegeeinrichtungen. So wird derzeit die Möglichkeit der erweiterten Gewerbesteuerkürzung von 28 Gesellschaften in Anspruch genommen. Daneben finden bei mehreren Gesellschaften die Gewerbesteuerbefreiungen nach § 3 Nr. 20d GewStG ihre Anwendung.



Im Rahmen der Bewertung waren darüber hinaus ehemalige EK 02-Bestände, die im Zusammenhang mit der Aufhebung der Körperschaftsteuerbefreiung für gemeinnützige Wohnungsunternehmen im Deutsche Wohnen-Konzern entstanden waren, zu berücksichtigen. Ihre Nachversteuerung wurde im Rahmen der Bewertung wertmindernd erfasst.

Hinsichtlich der Zinsschranke wird von der Deutsche Wohnen erwartet, dass für einen Teil der Gesellschaften die Regelungen der Zinsschranke nach § 4h Abs. 2c EStG greifen, da die Escape-Klausel hier bereits in der Vergangenheit genutzt werden konnte bzw. eine Nutzung in späteren Jahren erwartet werden kann.



## C. MARKT UND WETTBEWERB

Das Kerngeschäft der GSW und der Deutsche Wohnen liegt in der Bewirtschaftung von Wohnimmobilien sowie im Verkauf einzelner Wohnungen in Deutschland. Die Einnahmen aus der Vermietung haben damit eine wesentliche Bedeutung für beide Gesellschaften. Der wirtschaftliche Erfolg der Gesellschaften hängt daher insbesondere von der Höhe der erzielten bzw. erzielbaren Vertragsmieten, der zu ihrer Erzielung erforderlichen Aufwendungen, der Höhe der erzielten bzw. erzielbaren Erlöse sowie dem Wert der Immobilien ab. Diese für den Erfolg verantwortlichen Faktoren und der Wert der Immobilien werden von den allgemeinen wirtschaftlichen, demographischen und konjunkturellen Rahmenbedingungen beeinflusst.

### *Der Wohnimmobilienmarkt in Deutschland*

Die letzten Jahre nach der Finanzkrise sind durch eine Erholung der deutschen Wirtschaft geprägt, welche sich auch in sinkenden Arbeitslosenzahlen zeigt. Auch der Wohnungsmarkt in Deutschland hat sich in den letzten Jahren wieder spürbar erholt. So lassen sich insbesondere in den Ballungszentren und Metropolregionen in Deutschland stetige Bevölkerungszuwächse und ein Anstieg der Nachfrage nach Wohnraum sowie der Miet- und Immobilienpreise beobachten. Während in den Großstädten Deutschlands die Nachfrage nach Wohnraum das Angebot zumeist deutlich übersteigt, zeigt sich in vielen anderen Regionen ein umgekehrtes Bild. So stehen vor allem ländliche Regionen angesichts rückläufiger Bevölkerungszahlen vor einer sinkenden Nachfrage nach Wohnimmobilien und stagnierenden, mancherorts sogar sinkenden Preisen.<sup>1</sup>

Ein weiterer Trend zeigt sich in Veränderungen der Haushaltsstruktur hin zu kleineren Haushalten. Während im Jahr 1991 die durchschnittliche Haushaltsgröße noch 2,27 Personen betrug, sank die Zahl der in einem Haushalt lebenden Personen auf 2,01 im Jahr 2012. Gleichzeitig stiegen die Bedürfnisse der Haushalte nach großzügigerem Wohnraum. So stieg die Pro-Kopf-Wohnflächennachfrage in den Jahren 2009 bis 2012 um 9,9 % von 42,5 m<sup>2</sup> auf 46,7 m<sup>2</sup> an.<sup>2</sup>

Die Nachfrage nach Wohnraum in Deutschland wird aufgrund dieser Tendenzen zunächst vermutlich weiter zunehmen. So geht das statistische Bundesamt in seiner Haushaltsvorausberechnung davon aus, dass sich die Gesamtzahl der Haushalte bis 2025 weiter erhöht und dabei die durchschnittliche Haushaltsgröße abnimmt.<sup>3</sup> Eine entscheidende Rolle für die Gesamtnachfrage nach Wohnraum spielt dabei die Entwicklung der Pro-

---

<sup>1</sup> Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Immobilien-Monitor Nr. 3/2013.

<sup>2</sup> Statistisches Bundesamt, Internetpräsenz: <https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/Wirtschaftsbereiche/Bauen/Bautaetigkeit/Tabellen/WohnungsbestandDeutschland.html>

<sup>3</sup> Statistisches Bundesamt, Wirtschaft und Statistik, März 2011.



Kopf-Wohnflächennachfrage. Ein langfristig ungebrochener Anstieg der Pro-Kopf-Wohnflächennachfrage ist dabei insbesondere in den Ballungszentren mit ihrem begrenzten Flächenangebot als eher unwahrscheinlich einzuschätzen.<sup>4</sup> Gleichwohl wird vom Institut der Wirtschaft in Köln für die Metropolregionen Hamburg und Berlin selbst bei konstanter Pro-Kopf-Wohnflächennachfrage ein Wachstum der Wohnflächennachfrage bis zum Jahr 2030 in Höhe von 6 % bzw. 7 % prognostiziert.<sup>5</sup>

Über das Jahr 2030 hinaus ist in Deutschland mit einer deutlich zurückgehenden Bevölkerungszahl zu rechnen. So zeigt die Bevölkerungsprognose des statistischen Bundesamts in ihren mittleren Szenarien einen Rückgang der Einwohnerzahl von rund 80,5 Mio. im Jahr 2012 bis auf 65 bzw. 70 Mio. Einwohner im Jahr 2060. Langfristig können diese Entwicklungen wiederum zu einer geringeren Wohnflächennachfrage in Deutschland führen.

Der gestiegenen Nachfrage nach Wohnflächen stand in der Vergangenheit zunächst noch eine geringe Neubautätigkeit gegenüber. So ging die Neubautätigkeit ab Ende der 2000er Jahre stärker zurück als die Nachfrage, sodass sie seitdem unterhalb des Neubaubedarfs lag.<sup>6</sup> Erst seit Mitte 2009 ist wieder ein Anstieg der Baugenehmigungen und Baufertigstellungen zu verzeichnen. Dabei nimmt die Bautätigkeit vor allem in den Regionen mit starker Wohnungsnachfrage zu.

In dem Angebot von Wohnraum stehen die GSW und die Deutsche Wohnen im Wettbewerb mit anderen Immobiliengesellschaften, die sich ebenfalls auf die Wohnungsbewirtschaftung konzentrieren. Dabei handelt es sich überwiegend um deutschlandweit agierende große und mittelständische Immobiliengesellschaften sowie internationale Investoren. So können grundsätzlich die GAGFAH S.A., Colonia Real Estate AG, Deutsche Annington SE, GAG Immobilien AG, GBW AG, KWG Kommunale Wohnen AG, LEG Immobilien AG und TAG Immobilien AG als bedeutende Wettbewerber für die GSW und Deutsche Wohnen angesehen werden. Eine detaillierte Beschreibung dieser Vergleichsunternehmen erfolgt im Rahmen der Peer Group Betrachtung in Abschnitt D.II.4.b). Neben den oben genannten Gesellschaften stehen die Deutsche Wohnen und GSW im Wettbewerb mit kleineren privaten Anbietern sowie städtischen Wohnungsgesellschaften, die sich ebenfalls auf die Vermietung, Bewirtschaftung und den Verkauf von Wohnungen konzentrieren.

---

<sup>4</sup> Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Immobilien-Monitor Nr. 3/2013.

<sup>5</sup> Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Immobilien-Monitor Nr. 3/2013.

<sup>6</sup> Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS), Bericht über die Wohnungs- und Immobilienwirtschaft in Deutschland, April 2013.



## *Der Wohnimmobilienmarkt in den Kernregionen der GSW und Deutsche Wohnen*

Die Höhe der von den Gesellschaften erzielbaren Vertragsmieten und die Möglichkeiten, in einem bestehenden Mietverhältnis die Vertragsmiete zu erhöhen, sind insbesondere von der Nachfrage nach Wohnraum und der damit einhergehenden Entwicklung ortsüblicher Marktmieten aber auch der Mieterfluktuation abhängig.

### Berlin

Berlin ist mit einem Bestand von 1,9 Mio. Wohnungen und einer Wohnungsfläche von insgesamt 137,5 Mio. m<sup>2</sup> die Stadt mit dem größten Mietwohnungsmarkt in Deutschland. Der Berliner Wohnungsmarkt ist dabei gekennzeichnet durch eine anhaltend hohe Nachfrage nach Wohnraum bei gleichzeitig geringer Bautätigkeit, die sich in einem deutlichen Anstieg der Mietpreise reflektiert. Vom 1. Quartal 2010 bis zum 3. Quartal 2013 sind die Neubaumieten um 8,6 % und die Bestandsmieten um 7,9 % gewachsen.<sup>7</sup>

Die demographische Entwicklung in Berlin ist durch einen stetigen Anstieg der Bevölkerungszahl in den letzten Jahren gekennzeichnet. Dabei zeigt sich der deutschlandweite Trend zu Ein- und Zwei-Personenhaushalten in Berlin sehr deutlich. So waren im Jahr 2012 mit rund 54 % über die Hälfte aller Haushalte in Berlin Single-Haushalte; im Durchschnitt lebten rund 1,73 Personen in einem Haushalt.<sup>8</sup> Auch in den kommenden Jahren ist davon auszugehen, dass dieser Trend anhält und die Anzahl der Haushalte und insbesondere der kleinen Haushalte zunehmen wird.

Der gestiegenen Nachfrage nach Wohnraum steht jedoch kein ausreichendes Angebot gegenüber. So hat sich im Jahr 2012 entgegen dem allgemeinen Trend in Deutschland die Pro-Kopf-Wohnfläche in Berlin rückläufig gezeigt,<sup>9</sup> was auf die geringen Baufertigstellungen der letzten Jahre zurückzuführen ist. Zwar konnten im Jahr 2013 die Baugenehmigungen und die Baufertigstellungen in Berlin mit rund 4.200 deutlich gesteigert werden,<sup>10</sup> mit diesem Anstieg reagierte der Markt aber verzögert auf die Wohnungsnachfrage. Zudem wird der steigende Bedarf nach Wohnraum immer noch nicht abgedeckt. Auch der Leerstand bietet kaum Reserven für die Angebotsseite. So ist der marktaktive Leerstand in Berlin über die letzten Jahre kontinuierlich gefallen und liegt bei lediglich 2,0 %.<sup>11</sup>

Mittelfristig ist nicht davon auszugehen, dass das Ungleichgewicht von Angebots- und Nachfrageseite auf der Nachfrageseite aufgelöst wird, da die Zahl der Haushalte und insbesondere der kleineren Haushalte zunächst weiter zunehmen wird. So prognostiziert das

---

<sup>7</sup> DIW Immobilienprognose 2013.

<sup>8</sup> IBB Wohnungsmarktbericht 2013; IBB Berlin, S. 24.

<sup>9</sup> IBB Wohnungsmarktbericht 2013; IBB Berlin, S. 9.

<sup>10</sup> IBB Wohnungsmarktbericht 2013; IBB Berlin, S. 36.

<sup>11</sup> IBB Wohnungsmarktbericht 2013; IBB Berlin, S. 67.



Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung („BBSR“) für Berlin ein positives Wachstum der Anzahl der Haushalte bis zum Jahr 2025 bzw. der Ein- und Zweipersonenhaushalte bis zum Jahr 2026. In Folgejahren wird wiederum eine rückläufige Entwicklung erwartet.<sup>12</sup>

## Rheinland

Das Rheinland mit Schwerpunkt in Düsseldorf ist das größte Wirtschaftszentrum in Deutschland. In 2012 hatte Düsseldorf einen Wohnungsbestand von rund 0,3 Mio. Wohnungen, mit einer Leerstandquote von 3,5 %. Wird das aktuelle Bauvolumen allerdings beibehalten, kann mit einem ausgeglichenen Wohnungsmarkt in der Zukunft gerechnet werden. So sollen in Düsseldorf von 2010 bis 2025 jährlich durchschnittlich je 11,5 Mehrfamilienhäuser je 10.000 Einwohner fertiggestellt werden.<sup>13</sup>

Die Mieten in Düsseldorf sind im 2. Halbjahr 2013 um 3,8 % im Vergleich zum Vorjahr gestiegen. Dies ist zum Großteil darauf zurückzuführen, dass viele Neubauten fertiggestellt und zu höheren Mieten angeboten wurden. Jedoch sind die Mieten für Neubauwohnungen zuletzt leicht gesunken, was erste Anzeichen eines ausgeglichenen Wohnungsmarktes sein könnten und auf ein Abflachen der Mietpreise in Zukunft hindeutet.<sup>14</sup>

## Rhein-Main

Frankfurt am Main ist die Metropole des Rhein-Main Gebiets. Von 2007 bis 2012 ist die Bevölkerung Frankfurts um 6,6 % gewachsen.<sup>15</sup>

Bei einem Wohnungsbestand von 356.121 Wohnungen wurden im Jahr 2012 in Frankfurt 1.969 Wohnungen fertig gestellt. Allerdings errechnete das BBSR einen durchschnittlichen Wohnungsneubedarf von 3.400 Wohnung pro Jahr. Demzufolge kann die derzeitige Neubautätigkeit den wachsenden Bedarf an Wohnraum nicht kompensieren.<sup>16</sup> Gleichwohl stieg die Zahl der Baugenehmigungen in Frankfurt im Jahr 2012 auf rund 3.400 Wohnungen an, was auf einen langsamen Aufholprozess des Angebots schließen lässt. Entsprechend fiel das Mietpreiswachstum mit rund 2,5 % in der zweiten Jahreshälfte 2013 weniger stark als in den Vorjahren mit rund 3,5 % aus.

---

<sup>12</sup> Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung, Raumordnungsprognose 2030. Bevölkerung, private Haushalte, Erwerbspersonen, Analysen Bau.Stadt.Raum, Band 9, Bonn 2012.

<sup>13</sup> Jones Lang LaSalle; Wohnungsmarkt Düsseldorf Update 2.Halbjahr 2013.

<sup>14</sup> Jones Lang LaSalle; Wohnungsmarkt Düsseldorf Update 2.Halbjahr 2013.

<sup>15</sup> Jones Lang LaSalle; Wohnungsmarkt Frankfurt Update 2.Halbjahr 2013.

<sup>16</sup> IHK, Wohnungsmarktbericht 2012.



Hannover, Braunschweig, Magdeburg

Die Deutsche Wohnen ist zudem in den Wohnungsmärkten Hannover, Braunschweig und Magdeburg tätig.

Der Wohnungsmarkt in Hannover wird positiv durch demographische Faktoren beeinflusst. Im Jahr 2011 stieg die Bevölkerungszahl um 0,6 % und bis 2030 wird von einem Anstieg der Bevölkerungszahl um 9 % bzw. der Haushalte um 8 % ausgegangen.<sup>17</sup> Gleichzeitig bewirken eine niedrige Neubautätigkeit sowie geringe Leerstände eine Verknappung des Angebots.

Der Wohnungsmarkt in Braunschweig wird ebenfalls durch positive demographische Faktoren bestimmt. Bis zum Jahr 2030 wird ein Anstieg der Haushalte von 13 % prognostiziert.<sup>18</sup>

Der Wohnungsbestand in Magdeburg ist durch strukturell hohe Leerstände gekennzeichnet. Allerdings konzentriert sich der Leerstand auf unsanierte Wohnungsbestände, die von der Stadt mittelfristig abgebaut werden. Mittelfristig wird mit einer stabilen Bevölkerungsstruktur gerechnet.

---

<sup>17</sup> NBank, Wohnungsmarktbeobachtung 2012/13 · Investieren in zukunftssichere Bestände.

<sup>18</sup> NBank, Wohnungsmarktbeobachtung 2012/13 · Investieren in zukunftssichere Bestände.



## D. BEWERTUNGSMETHODIK

### I. Allgemeine Bewertungsgrundsätze

#### 1. Ertragswert und Discounted Cash Flow

Der Wert des Eigenkapitals eines erwerbswirtschaftlichen Unternehmens leitet sich aus den künftigen unsicheren Zahlungsströmen ab, die der Eigenkapitalgeber zu erwarten hat. Ein solcher Unternehmenswert kann daher als Barwert aller künftigen Einnahmen-Ausgaben-Überschüsse des Unternehmens berechnet werden.

Damit ist eine Prognose der zu erwartenden Überschüsse des Unternehmens erforderlich. Grundlage einer Ertragsbewertung ist daher regelmäßig eine Unternehmensplanung, die zumeist einen Zeitraum von drei bis fünf Planjahren umfasst, sowie die Abschätzung eines nachhaltigen Ergebnisses, das für den Zeitraum jenseits der Planjahre als dauerhaft erzielbar angesehen werden kann. Das Hauptaugenmerk einer solchen Unternehmensplanung liegt regelmäßig auf einer Ertragsplanung. Soweit zwischen den Plan-Erträgen und -Aufwendungen sowie den Plan-Einnahmen und -Ausgaben zeitliche Differenzen bestehen, sind diese in einer Finanzbedarfsrechnung zu erfassen und über ihre Finanzierungsauswirkungen in der Bewertung abzubilden.

Basis für eine solche Prognose künftiger Erträge und Aufwendungen bilden die in der Vergangenheit erzielten, bereinigten Ergebnisse. Die von dem zu bewertenden Unternehmen aufgestellten Prognosen lassen sich durch Vergleiche mit der Vergangenheit, mit Entwicklungen anderer Unternehmen sowie Branchen-, Markt- und gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen auf Plausibilität überprüfen.

Dennoch ist jede Prognose mit Unsicherheit behaftet. Bei der Ableitung eines Barwerts prognostizierter Zahlungsströme ist daher zu berücksichtigen, dass Eigenkapitalgeber regelmäßig einen sicheren positiven Zahlungsstrom gegenüber einem gleich hohen unsicheren Zahlungsstrom bevorzugen. Diese Risikoaversion kann berücksichtigt werden, indem der zur Barwertberechnung verwendete risikolose Zinssatz um einen Risikozuschlag erhöht wird.

Die Grundzüge, wie solche zukunftsbezogenen Unternehmensbewertungen durchzuführen sind, sind in dem Bewertungsstandard IDW S 1 i. d. F. 2008 (Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen) dargestellt.

Zur Ermittlung der Abfindung und des Ausgleichs wurde eine Ertragsbewertung der GSW und der Deutsche Wohnen nach IDW S 1 i. d. F. 2008 durchgeführt. Das Ertragswertverfahren ist von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt. Demnach ergibt sich der Unternehmenswert aus der risikoadäquaten Diskontierung künftiger erwarteter Ausschüttungen des Unternehmens an seine Anteilseigner. Die im IDW S 1-Standard

verankerten Grundsätze, insbesondere die Erläuterung der Ertragswertmethode, entsprechen der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur, Rechtsprechung und Praxis der Unternehmensbewertung.

Da zur Berechnung der Abfindung gemäß § 305 Abs. 3 Satz 1 AktG sowohl der Unternehmenswert der Deutsche Wohnen als auch der Unternehmenswert der GSW benötigt werden, wurden beide Unternehmen gesondert nach der Ertragswertmethode bewertet. Hierbei wurde der Deutsche Wohnen-Konzern vor Konsolidierung der GSW bewertet, so dass sich der Unternehmenswert der Deutsche Wohnen aus der Addition des Ertragswerts der Deutsche Wohnen aus ihrem eigenen operativen Geschäft und der Sonderwerte, d. h. insbesondere der Beteiligung an der GSW, ergibt.

Alternativ zu der Anwendung der Ertragswertmethode können im Rahmen des IDW S 1 i. d. F. 2008 Bewertungen grundsätzlich auch nach der Discounted Cash Flow („DCF“)-Methode erfolgen. Nach der DCF-Methode in ihrer in der Praxis üblichen Form (sogeannter Brutto-, Entity-, Enterprise- oder WACC-Ansatz) wird zunächst ein Gesamtkapitalwert für das operative Geschäft ermittelt. Der Wert des Eigenkapitals wird aus dem Gesamtkapitalwert abgeleitet, indem die Nettofinanzschulden in Abzug gebracht werden.

Ertragswertmethode und DCF-Methode beruhen auf dem Kapitalwertkalkül und damit auf den gleichen konzeptionellen Grundlagen. Bei gleichen Prämissen, insbesondere bei einer in sich konsistenten Planung, bestehend aus Planergebnisrechnungen, Planbilanzen und Plankapitalflussrechnungen, kommen beide Methoden zu demselben Ergebnis. Wir haben daher auf die Darstellung der DCF-Methode im Rahmen der gutachtlichen Stellungnahme verzichtet.

In dem unter Verwendung der Ertragswertmethode berechneten Barwert der prognostizierten Zahlungsströme sind nur solche wertbildenden Faktoren vollständig erfasst, die durch laufende Zahlungsströme wertmäßig zutreffend abbildbar sind. Wertbildende Faktoren, die auf diese Weise gar nicht oder nur sehr unvollständig abgebildet werden können, sind gesondert zu bewerten. Insbesondere kann es sich dabei um nicht betriebsnotwendiges Vermögen handeln.

## **2. Net Asset Value**

Der Net Asset Value, berechnet nach den Empfehlungen der European Public Real Estate Association, wird als EPRA NAV bezeichnet. Der EPRA NAV ist ein Bewertungsmaßstab für den Fair Value des Nettovermögenswertes einer Immobiliengesellschaft, die langfristig ihre Immobilien zur Vermietung und Bewirtschaftung hält. Die Immobilien sind dabei mit ihrem auf Grundlage der Discounted Cash Flow 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.

Der EPRA NAV wurde von der Deutsche Wohnen neben den durchschnittlichen Börsenkursen herangezogen, um das Umtauschverhältnis im Rahmen des Übernahmeangebots festzulegen. Der EPRA NAV ist von der Konzeption her ähnlich wie ein Ertragswert zu berechnen und wurde von uns daher auch im Rahmen der Plausibilisierung der von uns für die Deutsche Wohnen und die GSW berechneten Ertragswerte bzw. des rechnerischen Umtauschverhältnisses herangezogen, vgl. Abschnitt G.III.

### **3. Liquidationswert und Substanzwert**

Bei der Ertragswertmethode wird der Wert eines Unternehmens aus den diskontierten erwarteten Zahlungsüberschüssen des fortgeführten Unternehmens abgeleitet. Demgegenüber stellt der Liquidationswert den Zahlungsüberschuss aus der Liquidation dar. Der Substanzwert umfasst die Summe der Auszahlungen, die nötig wären, wenn das Unternehmen reproduziert werden sollte.

Wir haben eine überschlägige Abschätzung der Liquidationswerte der GSW und der Deutsche Wohnen vorgenommen und sind dabei zu dem Ergebnis gekommen, dass sowohl der Unternehmenswert der GSW als auch der Unternehmenswert der Deutsche Wohnen über dem jeweiligen Liquidationswert liegen. Eine Liquidation im Sinne einer ordnungsmäßigen Abwicklung des operativen Geschäfts würde zu niedrigeren Werten führen als eine Unternehmensfortführung.

Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem so genannten Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden Wiederbeschaffungskosten immaterieller Vermögenswerte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat keinen selbständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung. Ein Substanzwert ist daher nicht ermittelt worden.

### **4. Vergleichsorientierte Bewertung**

In der Mergers & Acquisitions-Praxis ist es üblich, indikative Unternehmenswerte oder Wertbandbreiten mittels Multiplikatoren zu bestimmen, die als branchenüblich angesehen werden. Bei sorgfältiger Durchführung solcher Bewertungen ist zum einen eine Analyse



der zurückliegenden und ebenso der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts erforderlich. Zum anderen müssen die Multiplikatoren aus einer Analyse der Bewertungen vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden. Derartige Multiplikatoren-Bewertungen stellen nur vereinfachte, pauschale Ertragsbewertungen dar. Daher ist ihnen in Einklang mit IDW S 1 i. d. F. 2008 Tz. 164 - 167 eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswertmethode – wie sie hier vorgenommen wurde – vorzuziehen.

Lediglich zu Plausibilisierungszwecken wurde eine Multiplikator-Bewertung vorgenommen, vgl. unten Abschnitt G.

## 5. Börsenkurs

### *Börsennotierung von GSW und Deutsche Wohnen*

Die Aktien der GSW sind börsennotiert und werden am regulierten Markt an der Börse Frankfurt im Teilbereich Prime Standard gehandelt. Der Vorstand der GSW Immobilien AG hat am 19.02.2014 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 27.05.2014 wirksam. Daneben werden die Aktien der GSW im Freiverkehr an den Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München sowie Stuttgart gehandelt.

Die Aktien der Deutsche Wohnen werden am regulierten Markt an der Börse Frankfurt mit gleichzeitiger Zulassung zum Teilbereich Prime Standard gehandelt. Daher ist eine Bewertung der GSW und der Deutsche Wohnen auf Basis ihrer jeweiligen Marktkapitalisierung möglich.

### *Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung von Minderheitsaktionären*

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94) gebietet Art. 14 GG, dass der ausscheidende Aktionär eine volle Entschädigung für seine gesellschaftliche Beteiligung erhält, die nicht unter dem Verkehrswert liegen darf. Dieser kann bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden, es sei denn, dass der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Damit ist grundsätzlich der Börsenkurs die Untergrenze der Abfindung von Minderheitsaktionären bei Unternehmensverträgen und Eingliederungen.

Im Beherrschungsvertrag zwischen der Deutsche Wohnen und der GSW soll die Abfindung in Aktien erfolgen. Hierbei ist gemäß § 305 Abs. 3 Satz 1 AktG 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 Zuzahlung ausgeglichen werden können.

Die oben zitierte Rechtsprechung bezieht sich auch auf die Abfindung durch Aktien der herrschenden Gesellschaft und betont die schützenswerten Interessen der Aktien eintauschenden Anteilseigner der beherrschten Gesellschaft. So hat auch bei der hier für die Bestimmung der Umtauschrelation notwendigen Unternehmensbewertung der beherrschten Gesellschaft der Börsenwert grundsätzlich als Untergrenze der Bewertung zu fungieren. Gleichwohl ist es nach der oben zitierten Rechtsprechung verfassungsrechtlich nicht geboten, den Börsenwert der herrschenden Gesellschaft als Obergrenze der Bewertung dieser Gesellschaft heranzuziehen. Unsere diesbezüglichen Überlegungen legen wir in Kapitel G.IV dar.

#### *Berechnung des Durchschnittskurses*

Nach der zuletzt ergangenen BGH-Rechtsprechung (BGH, Beschluss vom 19.07.2010 – II ZB 18/09 - „Stollwerck“) ist der einer angemessenen Barabfindung zugrunde zu legende Börsenwert grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten inländischen Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntmachung der Maßnahme zu ermitteln.

Wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt, ist der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen (BGH, II ZB 18/09 - „Stollwerck“). Nicht geboten ist diese Hochrechnung in Fällen, in denen die Maßnahme innerhalb eines normalen oder üblichen Zeitraums durchgeführt wurde. Als normal oder üblich kann dabei jedenfalls noch ein Zeitraum von sechs bis sieben Monaten angesehen werden (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 2/07, mit Verweis auf Bungert/Wettich, BB 2010, 2227, 2229; Bucker, NZG 2010, 967, 970; OLG Frankfurt, Beschluss vom 29.04.2011, 21 W 13/11 mit Verweis auf Bungert/Wettich, BB 2010, 2227, 2229; Decher, ZIP 2010, 1673, 1676; Bucker, NZG 2010, 967, 970).

Wir haben daher im vorliegenden Fall, in dem die Hauptversammlungen der GSW und der Deutsche Wohnen, die über den Abschluss des Beherrschungsvertrags beschließen sollen, innerhalb von vier Monaten nach dem relevanten Stichtag zur Ableitung des durchschnittlichen Börsenkurses erfolgen sollen, von einer Hochrechnung des Börsenkurses abgesehen.

Zu der Frage, welche Durchschnittskurse sich auf Basis dieser Rechtsprechung für die GSW und die Deutsche Wohnen ergeben und in welchem Verhältnis Unternehmenswerte

und durchschnittliche Börsenkurse zueinander stehen, nehmen wir in den Abschnitten G.IV und H.I Stellung.

## **II. Konkrete methodische Vorgehensweise**

### **1. Ableitung der Unternehmenswerte mittels des Ertragswertverfahrens**

Die Unternehmenswerte der GSW und der Deutsche Wohnen wurden von uns auf Basis der jeweiligen Ergebnisplanung (Konzern) nach dem Ertragswertverfahren in Einklang mit IDW S 1 i. d. F. 2008 aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner abgeleitet. Hierbei wurden die steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner typisiert berücksichtigt (unmittelbare Typisierung gem. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 44). Die jeweilige Ergebnisplanung des GSW-Konzerns bzw. des Deutsche Wohnen-Konzerns wurde von uns bis zum Ergebnis vor Steuern und Zinsen (EBIT= „Earnings before Interest and Taxes“) grundsätzlich übernommen. Dabei wurden, den Erfordernissen des Bewertungszwecks entsprechend, auch sogenannte unechte Synergien, die auch ohne den Abschluss des Beherrschungsvertrags realisiert werden können, berücksichtigt. Das Finanzergebnis und den Steueraufwand haben wir wie auch das nachhaltig erzielbare Ergebnis in Abstimmung mit der GSW bzw. der Deutsche Wohnen abgeleitet.

Bewertungsobjekte sind die GSW und die Deutsche Wohnen. Beide wurden als Konzern, d. h. mit ihren jeweiligen Tochtergesellschaften, auf Basis einer konsolidierten Planungsrechnung bewertet. Hierbei wurde die Deutsche Wohnen zunächst ohne ihre Beteiligung an der GSW bewertet und diese dann als Sonderwert hinzugerechnet.

Daneben wurde nicht betriebsnotwendiges Vermögen als Sonderwert erfasst. Dies sind Beteiligungsgesellschaften, die inaktiv sind oder aufgrund ihrer nicht materiellen Bedeutung nicht in der Planung berücksichtigt wurden, sowie nicht betriebsnotwendige Grundstücke, Kunstgegenstände und Architekturmodelle.

Die Unternehmenswerte der GSW und der Deutsche Wohnen ergeben sich somit aus dem Ertragswert des jeweils eigenen operativen Geschäfts zuzüglich der Sonderwerte.

Nachfolgend stellen wir unsere Ergebnisse betreffend der Vergangenheitsbereinigung, der Planungsanalyse sowie der von uns vorgenommenen Anpassungen der Planungsrechnung dar.

### **2. Bewertungsstichtag**

Bewertungsstichtag für die Ermittlung der Unternehmenswerte als Grundlage der Berechnung der Abfindung und des Ausgleichs ist der 18.06.2014. Dies ist der Tag, an dem



der Beherrschungsvertrag der ordentlichen Hauptversammlung der GSW als zukünftig beherrschter Gesellschaft zur Zustimmung vorgelegt werden soll.

### **3. Planungsrechnungen**

Die Ertragswerte der GSW und der Deutsche Wohnen (ohne GSW) wurden auf Basis der jeweiligen Ergebnisplanungen der Gesellschaften für die Jahre 2014 bis 2016 abgeleitet. Beide Planungen berücksichtigen in methodisch gleicher Weise Bestandsportfolios und Verkaufsportfolios. Von den Planungsverantwortlichen der Gesellschaften wird erwartet, dass die Verkaufsportfolios bei der GSW und der Deutsche Wohnen bis zum Jahr 2017 bzw. 2022 abverkauft sind. Darüber hinaus wird angenommen, dass nach dem Detailplanungszeitraum, der die Planjahre 2014 bis 2016 umfasst, eine Aufholung der Sollmieten auf das Marktniveau bei beiden Gesellschaften erfolgt. Es wurde weiter angenommen, dass im Planjahr 2063 für beide Gesellschaften ein normalisiertes Ergebnis erreicht sein wird; die Planungen wurden daher für die Planjahre 2017 bis 2063 von uns in Abstimmung mit der Deutsche Wohnen und der GSW fortentwickelt und ab dem Planjahr 2064 ein eingeschwungener Zustand unterstellt.

Aus Darstellungsgründen wurden die Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung für den erweiterten Planungszeitraum 2017 bis 2063 sowie für die Jahre 2064 ff. barwertäquivalent in ein annuitätisches nachhaltiges Ergebnis für die Jahre 2017 ff. umgerechnet.

Die Planungen der GSW und der Deutsche Wohnen bauen jeweils auf der Mietenplanung für das jeweilige Bestandsportfolio auf. Die Annahmen zur Entwicklung des Detailplanungszeitraums wurden von uns je Gesellschaft grundsätzlich übernommen. Für den erweiterten Planungszeitraum wurden die Fortschreibungsannahmen von uns grundsätzlich vereinheitlicht.

In den Planungen der GSW und der Deutsche Wohnen wird von unveränderten rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen ausgegangen. Mögliche Auswirkungen der aktuell diskutierten Mietpreisbremse oder anderer regulatorischer Eingriffe sind in den Planungen nicht berücksichtigt.

Die Ergebnisse in Bezug auf die Analyse der Vergangenheitsergebnisse und der Planungen sind in Abschnitt E.I. für die GSW und in Abschnitt F.I. für die Deutsche Wohnen dargestellt.

### **4. Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes**

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz reflektiert dabei die Rendite einer Alternativinvestition, deren Zahlungsstrom im Hinblick auf die zeitliche Struktur,



das Risiko und die Besteuerung als vergleichbar mit dem Zahlungsstrom einzuschätzen ist, den die Anteile des zu bewertenden Unternehmens vermitteln.

Ausgangsgröße für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist die Rendite einer 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 Basiszinssatz und Risikozuschlag sind steuerliche Regelungen zu berücksichtigen. Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsfaktor gemindert (Wachstumsabschlag).

Unsere Vorgehensweise zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes stellt sich wie folgt dar:

## **a) Basiszinssatz**

Der Basiszinssatz repräsentiert eine risikofreie und fristadäquate Alternativenanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Mit Blick auf ihren quasi-sicheren Charakter erfüllen in Deutschland Anleihen der öffentlichen Hand wegen fehlender Insolvenzfähigkeit der Emittenten weitestgehend die Forderung nach Risikofreiheit.

Bei der Bewertung eines Unternehmens mit einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer wäre als Basiszinssatz grundsätzlich die am Bewertungsstichtag zu erzielende Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand heranzuziehen (Laufzeitäquivalenz). Da solche ewigen Anleihen jedoch nicht vorliegen bzw. nicht gehandelt werden, kann hilfsweise aus der beobachteten Zinsstrukturkurve die theoretische Rendite für Anleihen mit unendlicher Laufzeit approximiert werden.

Die Deutsche Bundesbank veröffentlicht regelmäßig Schätzungen von Zinsstrukturkurven auf Basis der Kurse börsennotierter Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von bis zu rund 30 Jahren unter Verwendung der Svensson-Methode. Diese Zinsstrukturkurven bilden laufzeitspezifische Basiszinssätze (sog. Zerobond-Zinssatz) ab.

Für über 30 Jahre liegende Restlaufzeiten kann vor dem Hintergrund der allgemeinen Prognoseunsicherheit und der begrenzten Verwendbarkeit der Parameter der Schätzfunktion der Deutschen Bundesbank im Rahmen einer Extrapolation für weiter in der Zukunft liegende Zinsprognosen im Regelfall der für eine Restlaufzeit von 30 Jahren durchschnittlich ermittelte Zerobond-Zinssatz als nachhaltiger Schätzwert angesetzt werden. Dieser Vorgehensweise wurde in Übereinstimmung mit der Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft („FAUB“) gefolgt. Zur Ableitung des Basiszinssatzes wurde eine durchschnittliche Zinsstrukturkurve für die Jahre



2014 ff. über eine Zeitspanne von bis zu 30 Jahren auf Basis der täglichen Bundesbank-schätzungen über die Monate Januar bis März und unter Fortschreibung des durchschnittlichen 30-jährigen Zerobond-Zinssatzes abgeleitet. Die laufzeitspezifischen Zinssätze der so gewonnenen Zinsstrukturkurve lassen sich barwertäquivalent in einen für alle Planjahre einheitlichen Basiszinssatz umrechnen. In Abhängigkeit vom Wachstum der zugrundeliegenden Zahlungsströme ergibt sich so ein einheitlicher Basiszinssatz vor Einkommensteuern von gerundet 2,50 % bzw. 2,75 %. Vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Rundungen und des sinkenden Trends in der Entwicklung des Basiszinssatzes im jüngeren Betrachtungszeitraum bis zum Unterschriftsdatum haben wir einen für alle Planjahre einheitlichen Basiszinssatz vor Einkommensteuern in Höhe von 2,50 % angesetzt.

## **b) Risikozuschlag**

Der Risikozuschlag dient der Abgeltung des bei einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens in Kauf zu nehmenden Risikos. Es ist davon auszugehen, dass Marktteilnehmer risikoscheu sind. Das heißt, sichere Erträge werden gegenüber Erwartungswerten von unsicheren Erträgen in derselben Höhe stets vorgezogen. Diese Risikoaversion kann durch einen Abschlag von den erwarteten Überschüssen (sogenannte Sicherheitsäquivalenzmethode) oder durch einen Risikozuschlag auf den Kapitalisierungszinssatz (sogenannte Risikozuschlagsmethode) berücksichtigt werden. Beide Methoden sind ineinander überführbar, in der Praxis wird jedoch Risikoaversion nahezu ausschließlich durch einen Zuschlag auf den Zinssatz berücksichtigt.

Diese Entscheidung für die Risikozuschlagsmethode liegt in der Zielsetzung einer objektivierten Bewertung begründet. Eine objektiviertete Bewertung muss dem Anspruch genügen, auf transparenten, für Dritte nachvollziehbaren Parametern zu beruhen. Da die theoretisch gleichwertige Sicherheitsäquivalenzmethode die Risikoabschläge von den Planzahlen anhand individueller, nicht beobachtbarer und daher nicht nachvollziehbarer Nutzenfunktionen bzw. Präferenzen ableitet, scheidet sie faktisch für objektiviertete Bewertungen aus. Demgegenüber können Risikozuschläge, die Anleger langfristig für riskante Investitionen fordern, am Kapitalmarkt beobachtet und damit auch nachgeprüft werden.

Aus diesem Grund eignen sich im Rahmen objektivierender Bewertungen Kapitalmarktmodelle wie das Capital Asset Pricing Model („CAPM“) und das auf dem CAPM aufbauende Nach-Steuer-CAPM („Tax-CAPM“) besonders gut zur Ableitung des Risikozuschlags. Denn diese Kapitalmarktmodelle leiten Risikoprämien indirekt aus beobachtbaren Kapitalmarktpreisen ab: Die sich auf dem Kapitalmarkt bildenden Preise sind Resultate der Handlungen der Anleger. Wertpapierpreise reflektieren insoweit auch die Risikopräferenzen der Anleger, als die Anleger sich bewusst und frei für den Kauf oder Verkauf bestimmter Wertpapiere entscheiden. Diese Marktbewertung der Risiken von Aktien durch rationale und risikoscheue Anleger wird durch das CAPM und das Tax-CAPM modelltheoretisch abgebildet.



Diesen modelltheoretischen Überlegungen kann entgegnet werden, dass das CAPM und erst Recht das Tax-CAPM auf Annahmen (wie z. B. vollkommener Märkte) beruhen, die in der Praxis nicht gegeben sind. Diese Kritik ist berechtigt und gibt Anlass, die Untersuchungsergebnisse empirischer Kapitalmarktanalysen auf Plausibilität zu hinterfragen. So ergeben sich z. B. für einzelne Risikoparameter wie Marktrisikoprämie und Betafaktor (vgl. Abschnitt D.II.4bb)) je nach Auswahl der Datengrundlage und der Messzeiträume höchst unterschiedliche Ergebnisse. Trotz dieser berechtigten Kritik ist die Ableitung einer Risikoprämie anhand eines Kapitalmarktmodells jedoch gegenüber der früher üblichen freien Schätzung oder einer pauschalen Schätzung (z. B. anhand von Kreditrisiken oder Industrie- und Größenrisikozuschlägen) vorzugswürdig, weil

- das CAPM das Verhalten der Kapitalmarktteilnehmer rational und nachvollziehbar abbildet und trotz aller Marktunvollkommenheiten und Fehlbewertungen des Marktes nicht davon auszugehen ist, dass der Kapitalmarkt systematisch und dauerhaft fehlerbewertet,
- kein anderes Preismodell sich bislang als nachhaltig überlegen herausgestellt hat und
- aufgrund der Nachvollziehbarkeit der Bewertungsparameter eine sachliche Auseinandersetzung über die angemessene Vorgehensweise und die Plausibilität der Ergebnisse überhaupt erst ermöglicht wird.

Diese Auseinandersetzung mit den Bewertungsparametern „Marktrisikoprämie“ und „Betafaktor“ erfolgt in den folgenden Abschnitten. Da der Einfluss der Besteuerung auf Investitionsentscheidungen und damit Bewertungen im allgemeinen groß ist und im konkreten Fall der Bewertungen der Deutsche Wohnen und GSW steuerfreies Ausschüttungspotenzial und steuerliche Verlustvorträge vorliegen, erachten wir es als geboten, das CAPM in seiner besonderen Ausprägung des Nach-Steuer-CAPM (Tax-CAPM) heranzuziehen.

Vor diesem Hintergrund haben wir die beiden Modellparameter, die nach dem CAPM bzw. dem Tax-CAPM zur Berechnung der Höhe des Risikozuschlags benötigt werden, also die Marktrisikoprämie sowie den Betafaktor, wie folgt abgeleitet:

aa) *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 CDAX oder den MSCI All Country World Index abgebildet 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. 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. Die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen wird dabei direkt in der Bewertungsgleichung des Tax-CAPM erfasst, indem die jeweils relevanten Steuersätze bei den Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes berücksichtigt werden.

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

Mit Blick auf die derzeitige Situation auf den Kapitalmärkten hält es der FAUB<sup>19</sup> für sachgerecht, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie aktuell aufgrund der Verwerfungen aus der Finanzmarkt- und Euro-Schuldenkrise an einer Bandbreite von 5 % bis 6 % (nach persönlichen Steuern) zu orientieren.

In Zeiten einer stabilen wirtschaftlichen Entwicklung ist davon auszugehen, dass die in der Vergangenheit gemessene Relation zwischen Risikoprämie und risikofreiem Zinssatz unter Berücksichtigung langfristiger Trendentwicklungen ein guter Schätzer für die erwartete Relation ist. Vor diesem Hintergrund wird im Rahmen der kapitalmarktorientierten Vorgehensweise der Kapitalisierungszinssatz als Summe einer aktuell für die Zukunft erwarteten risikofreien Rendite und einer, ausgehend von in der Vergangenheit gemessenen Renditen, prognostizierten Risikoprämie ermittelt. Während der risikofreie Zinssatz aus aktuellen Kapitalmarkterwartungen abgeleitet werden kann, erfolgt die Prognose der Risikoprämie mangels Messbarkeit der erwarteten Aktienrenditen auf Basis historischer Durchschnittswerte.

In der aktuellen Finanzmarkt- und Euro-Schuldenkrise deuten jedoch mehrere Indikatoren darauf hin, dass bei der Prognose der Risikoprämie früher angenommene langfristige Trendentwicklungen derzeit von anderen Einflussgrößen überlagert werden bzw. nicht mehr in dem bislang erwarteten Ausmaß gegeben sind. Langlaufende deutsche Staatsanleihen weisen derzeit eine im historischen Vergleich und im Vergleich zu anderen EU-Staatsanleihen sehr niedrige Rendite auf. Für kurzlaufende deutsche Staatsanleihen und inflationsgeschützte deutsche Staatsanleihen sind sogar negative Renditen beobachtbar. Ferner liegen Spreads zwischen Interbankenzinssätzen und Staatsanleihen derzeit signifikant über den vor Beginn der Finanzmarktkrise gemessenen Spreads. Vor diesem Hinter-

---

<sup>19</sup> Vgl. „Hinweise des FAUB zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung“ vom 19.09.2012.



grund ist festzustellen, dass die aktuelle Kapitalmarktsituation nicht mehr der Konstellation entspricht, wie sie im Durchschnitt für die Vergangenheit beobachtbar war.

Trotz dieser Verwerfungen ist festzustellen, dass die beobachtbare Rendite deutscher Staatsanleihen unverändert der bestmögliche Schätzer für die Ableitung des risikofreien Zinssatzes darstellt, da hier kein Marktversagen beobachtbar ist.

Demgegenüber sprechen sowohl der gestiegene Spread zwischen deutschen und anderen europäischen Staatsanleihen als auch der gestiegene Spread zwischen Interbankenzinsen und Staatsanleihen für die Annahme, dass die Risikoprämie als Preis für die Risikoübernahme gestiegen ist. Eine Erweiterung der Betrachtung historischer Daten um Überlegungen zur Entwicklung realer Aktienrenditen sowie Befunde von sogenannten ex ante-Analysen bestätigen diese Einschätzung.

Vor diesem Hintergrund haben wir für die Bewertung der GSW und der Deutsche Wohnen eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,5 % angesetzt.

## *bb) Betafaktor*

Die Höhe des Betafaktors reflektiert gemäß dem Bewertungskalkül des CAPM das Ausmaß des systematischen, nicht durch Kapitalmarkttransaktionen diversifizierbaren Risikos einer Aktie. Je höher der Betafaktor ist, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie der Anleger.

Das CAPM und das Tax-CAPM sind sog. ex ante Modelle zur Erklärung der erwarteten Rendite der Anteilseigner für risikobehaftete Zahlungsströme im Kapitalmarktgleichgewicht. Sie basieren auf Erwartungswerten über *zukünftige* Zahlungen und Renditen. Im Rahmen einer zukunftsgerichteten Bewertung sind daher zukünftige Betafaktoren, die das Risiko des zu bewertenden Geschäftsmodells abbilden, heranzuziehen. Dieses zukünftige Risiko ist jedoch nicht direkt beobachtbar und damit nicht messbar.

Mangels Verfügbarkeit beobachtbarer zukünftiger Betafaktoren kann daher nur auf Hilfslösungen zurückgegriffen werden. Als solche ist die Verwendung sogenannter Fundamental-Betas denkbar. Dabei werden von Finanzanalysten Betafaktoren auf der Grundlage der fundamentalen Daten des Unternehmens in ökonometrischen Modellen geschätzt. Da diese Schätzmodelle nicht offen gelegt werden und somit nicht nachvollziehbar sind, scheidet solche Fundamental-Betas für objektivierte Bewertungen in der Regel aus. Die in der Praxis übliche Lösung ist daher die Schätzung des zukünftigen Betafaktors anhand historischer Daten.

Die Ableitung des Betafaktors haben wir auf Basis einer Analyse der Gruppe von Vergleichsunternehmen (Peer Group) vorgenommen, in die wir auch die GSW und die Deutsche Wohnen aufgenommen haben. Neben der GSW und der Deutsche Wohnen haben



wir börsennotierte Unternehmen der Immobilienbranche betrachtet, die hinsichtlich ihres Geschäftsmodells mit der GSW bzw. der Deutsche Wohnen vergleichbar sind. Dabei wurden die Unternehmen insbesondere hinsichtlich ihrer Geschäftstätigkeit, Größe und auf ihren geografischen Schwerpunkt hin untersucht. Die verwendete Peer Group besteht aus Unternehmen, deren Schwerpunkt der Unternehmenstätigkeit auf der Bestandshaltung von Wohnimmobilien liegt und bei denen Gewerbeimmobilien lediglich einen geringen Anteil am Gesamtportfolio einnehmen. Geografisch haben wir die Auswahl der Peer Group dahingehend beschränkt, dass die wesentliche Geschäftstätigkeit des Unternehmens in Deutschland liegt.

Im Einzelnen lassen sich die Tätigkeiten der in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen, deren Betafaktoren in die Ermittlung des durchschnittlichen unverschuldeten Betafaktors eingeflossen sind, wie folgt skizzieren (in alphabetischer Reihenfolge):

#### Colonia Real Estate AG

Die Colonia Real Estate AG ist eine in Deutschland tätige Immobilieninvestment- und Asset-Management-Gesellschaft. Die Gesellschaft beschäftigt sich vorwiegend mit dem Erwerb unterbewerteter Immobilien. Das Immobilienportfolio der Gesellschaft befindet sich schwerpunktmäßig in Nord- und Mitteldeutschland. Die Colonia Real Estate AG ist zu 79,04 % im Besitz der TAG Immobilien AG, die sich ebenfalls in der Peer Group befindet.

#### Deutsche Annington Immobilien SE

Die Deutsche Annington Immobilien SE ist ein Immobilienunternehmen, das sich auf die Verwaltung von Wohnungen spezialisiert hat. An über 550 Standorten in Deutschland werden rund 175.000 eigene Wohnungen sowie 30.000 Immobilien anderer Firmen betreut. Darüber hinaus übernimmt die Gesellschaft Leistungen wie Instandhaltung und Modernisierung. Neben den Wohnimmobilien besitzt die Deutsche Annington auch einige Gewerbeobjekte.

#### GAGFAH SA

Die GAGFAH SA ist eine luxemburgische Immobiliengesellschaft mit der Fokussierung auf die Bewirtschaftung und den Ankauf hochwertiger Wohnungsportfolios in Deutschland. Insgesamt hält die Gesellschaft 145.000 Wohnungen und 1.600 gewerbliche Einheiten.

#### LEG Immobilien AG

Die 1970 gegründete LEG Immobilien AG ist eine regional aktive Wohnungsgesellschaft. In 2013 bewirtschaftete die Gesellschaft einen Gesamtimmobilienbestand von rund

94.000 Wohneinheiten mit dazugehörigen Garagen. Geographisch fokussiert sich die Gesellschaft auf Nordrhein-Westfalen.

#### TAG Immobilien AG

Die TAG Immobilien AG fungiert als Holding eines diversifizierten Immobilienkonzerns, dessen Aktivitäten den Wohn- und Gewerbeimmobilienbereich wie auch den Dienstleistungssektor umfassen. Im Fokus der operativen Geschäftstätigkeit der TAG Immobilien AG stehen die Bewirtschaftung und Entwicklung von Wohnimmobilien auf dem deutschen Immobilienmarkt.

Auch die GBW AG, die KWG Kommunale Wohnen AG und die GAG Immobilien AG hätten mit Blick auf das vergleichbare operative Geschäft grundsätzlich als Vergleichsunternehmen in die Peer Group aufgenommen werden können. Für diese Unternehmen lagen jedoch keine statistisch signifikanten Betafaktoren vor.

Die Deutsche Wohnen erzielt neben den Ergebnissen aus den Geschäftssegmenten Wohnungsbewirtschaftung und Verkauf auch einen geringeren Teil ihrer operativen Ergebnisse im Geschäftssegment Pflege und Betreutes Wohnen. Diesem Geschäftssegment könnte grundsätzlich ein anderes systematisches Risiko inwohnen, welches dann in einem eigenen Betafaktor zu berücksichtigen wäre. Aus einer Analyse der Betafaktoren möglicher Vergleichsunternehmen für dieses Geschäftssegment ergeben sich hierfür gleichwohl keine Anhaltspunkte, weshalb wir auch vor dem Hintergrund des nur geringen Ergebnisanteils dieses Segments auf eine gesonderte Berücksichtigung verzichtet haben.

Da der Betafaktor im Rahmen einer Unternehmensbewertung eine zukunftsgerichtete Größe darstellt, sind dominierende Einflüsse einmaliger Effekte aus der Vergangenheit möglichst zu vermeiden und eventuelle Trends zu analysieren. Dazu haben wir im Zeitraum 01.04.2010 bis 31.03.2014 drei Betaermittlungen gegen den MSCI World All Country Index durchgeführt, die jeweils einen Zeitraum von zwei Jahren umfassen und auf wöchentliche Renditen abstellen. Die Verwendung des weltweiten MSCI World All Country Index spiegelt die weltweiten Anlage- und Diversifikationsmöglichkeiten eines repräsentativen Investors wider und korrespondiert mit dem Ansatz einer international zusammengestellten Peer Group. Der älteste Zeitraum dieser Abfragen endet am 31.03.2012, der jüngste am 31.03.2014.

Zur Beurteilung der statistischen Signifikanz und der Güte der durchgeführten Regressionen zur Ermittlung der Betafaktoren haben wir das Bestimmtheitsmaß ( $R^2$ ) und den t-Test herangezogen.<sup>20</sup> Die Anwendung von statistischen Filterkriterien auf Basis dieser sta-

---

<sup>20</sup> Diese Tests werden in der Bewertungspraxis häufig angewendet und sind auch in der Rechtsprechung anerkannt (vgl. Beschluss des OLG Stuttgart vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08, S. 77; Beschluss des OLG Stuttgart vom 19.01.2011, Az. 20 W 3/09, Tz. 212).

tistischen Tests kann zum einen sicherstellen, dass überhaupt ein signifikanter Zusammenhang zwischen der Aktienrendite und der Marktrendite besteht (dargestellt durch den Betafaktor und geprüft anhand des t-Tests) und zum anderen, dass dieser Zusammenhang ein Mindestmaß an statistischer Zuverlässigkeit besitzt (geprüft anhand des Bestimmtheitsmaßes oder  $R^2$ ). Konnten gemessene Betafaktoren den beiden statistischen Tests nicht gerecht werden,<sup>21</sup> so wurden diese aus der Betrachtung eliminiert. Ferner wurden die in den beiden jüngsten Betrachtungszeiträumen ermittelten Betafaktoren der Colonia Real Estate AG nicht berücksichtigt, da die Gesellschaft seit dem Jahr 2012 von der TAG Immobilien AG beherrscht wird.

Die ermittelten Roh-Betafaktoren wurden mit dem Anpassungsverfahren nach Vasicek<sup>22</sup> adjustiert. Die Vasicek-Adjustierung sieht eine Anpassung der Roh-Betafaktoren in Abhängigkeit von der Qualität der durchgeführten Regression vor. Die Anpassung erfolgte in Richtung des durchschnittlichen Betafaktors der Peer Group. Die Adjustierung eines Roh-Betafaktors in Richtung des durchschnittlichen Betafaktors der Referenzstichprobe ist dabei umso stärker, je geringer die Qualität der zugrunde liegenden Regression ist.

Aus dieser Betrachtung wurden die sogenannten adjustierten und um das Kapitalstrukturrisiko bereinigten (unverschuldeten) Betafaktoren wie folgt abgeleitet:

Unverschuldete Betafaktoren Peer Group Unternehmen	01.04.2010 - 31.03.2012		01.04.2011 - 31.03.2013		01.04.2012 - 31.03.2014		Mittelwert adjustiert
	adjustiert	raw	adjustiert	raw	adjustiert	raw	
Colonia Real Estate AG	0,39	0,39					<b>0,39</b>
Deutsche Annington Immobilien SE					0,31	0,24	<b>0,31</b>
Deutsche Wohnen AG	0,35	0,37	0,39	0,40	0,40	0,42	<b>0,38</b>
GAGFAH SA	0,27	0,30	0,30	0,34	0,27	0,26	<b>0,28</b>
GSW Immobilien AG	0,34	0,34	0,38	0,38	0,43	0,50	<b>0,38</b>
LEG Immobilien AG					0,36	0,33	<b>0,36</b>
TAG Immobilien AG	0,31	0,29	0,30	0,29	0,37	0,36	<b>0,32</b>
<b>Mittelwert</b>							<b>0,35</b>

Die unverschuldeten adjustierten Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen weisen eine Bandbreite von 0,27 bis 0,43 auf. Der Mittelwert der unverschuldeten Betafaktoren beträgt 0,35 und wurde von uns bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in dieser Höhe angesetzt.

Das Kapitalstrukturrisiko wurde durch periodenspezifische Anpassung dieses unverschuldeten Betafaktors um den aus dem variierenden Verschuldungsgrad der Bewertungsobjekte resultierenden Risikoeffekt berücksichtigt, wobei berücksichtigt wurde, dass Fremdkapital grundsätzlich risikobehaftet ist. Der Verschuldungsgrad wird integriert aus der Fi-

<sup>21</sup> Als Untergrenze für das Bestimmtheitsmaß haben wir einen Mindestwert von 5 % und für den t-Test ein Signifikanzniveau von 10,0 % zugrunde gelegt.

<sup>22</sup> Vasicek, O.A. (1973): A Note on using cross-sectional information in Bayesian estimation of security betas, The Journal of Finance, 1973, S.1233-1239.



nanzbedarfsrechnung abgeleitet. Hieraus resultiert eine Bandbreite des verschuldeten Betafaktors von 0,48 bis 0,49 für die GSW und von 0,53 bis 0,56 für die Deutsche Wohnen (vgl. Seite 43 f.).

**c) Wachstumsabschlag**

In der Unternehmensbewertung ist das Wachstum der erwarteten zukünftigen Unternehmensergebnisse zu berücksichtigen. In der Detailplanungsphase 2014 bis 2016 wird ein etwaiges Wachstum der Unternehmensergebnisse für die einzelnen Perioden in der Planungsrechnung erfasst. Der Wertbeitrag der unternehmerischen Zahlungsüberschüsse, die zeitlich nach der Detailplanungsphase ab dem Jahr 2017 ff. 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 nachhaltig zu steigern, kann das entsprechende Ergebniswachstum finanzmathematisch über einen Abschlag auf den Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden.

Wir haben das nachhaltige Wachstum mit 1,0 % p. a. angesetzt. Diesen Ansatz haben wir aus folgenden Überlegungen abgeleitet:

Ausgangspunkt für eine nachhaltige Ergebnisentwicklung ist die Feststellung, dass nominelle Planungsgrößen langfristig einer inflationsbedingten und einer realen Veränderung unterliegen können.

Für Deutschland lassen sich die erwarteten inflationsbedingten Veränderungen aus Renditedifferenzen zwischen nominal festverzinslichen und inflationsgeschützten Staatsanleihen ermitteln. Auf dieser Basis zeigt sich eine langfristige Inflationserwartung in Höhe von 1,1 % bis 1,5 %, die sowohl Effekte auf die Umsatzerlöse als auch die Aufwendungen hat.

Neben der nominalen Geldentwertung können auch reale Entwicklungen das nachhaltige Ergebniswachstum beeinflussen. Bezüglich des operativen Geschäfts der Gesellschaften ist festzustellen, dass Deutschlands Bevölkerungszahl langfristig schrumpft und deshalb von einer sinkenden Nachfrage nach Wohnraum auszugehen ist. Dem steht entgegen, dass durch den Anstieg der Ein- und Zweipersonenhaushalte die Anzahl der Haushalte in den nächsten Jahren dennoch ansteigen und sich deshalb die Pro-Kopf-Wohnflächen-nachfrage erhöhen könnte. So prognostiziert das Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung für das Bundesland Berlin ein Wachstum der Anzahl der Ein- und Zwei-

personenhaushalte bis zum Jahr 2026.<sup>23</sup> Danach wird wiederum ein Rückgang der Anzahl der Ein- und Zweipersonenhaushalte erwartet.

Neben dieser mengenmäßigen Entwicklung ist auch die preisliche Entwicklung zu beachten. Ausweislich aktueller Studien sind die Mieten in Deutschland in den letzten 20 Jahren unterproportional zur allgemeinen Teuerungsrate gestiegen.<sup>24</sup> Es ist jedoch zu beachten, dass die GSW und die Deutsche Wohnen schwerpunktmäßig in Ballungsgebieten aktiv sind, wo die Bauaktivitäten hinter dem steigenden Bedarf zurückbleiben und deshalb zu nächst steigende Mieten zu erwarten sind.

Aufgrund dieser Überlegungen ist festzuhalten, dass hinsichtlich der Nachfrage nach Wohnraum der demographisch bedingte Rückgang der Bevölkerung durch die steigende Zahl der Haushalte und der Pro-Kopf-Wohnfläche kompensiert werden könnte. Hinsichtlich der preislichen Entwicklung kann für Ballungsgebiete wie Berlin zunächst von einem im Vergleich zum deutschen Durchschnitt überproportionalen Anstieg der Mieten gerechnet werden, der sich jedoch unterhalb der erwarteten Inflationsrate bewegen sollte.

Vor diesem Hintergrund halten wir eine langfristige Wachstumsrate von 1,0 % für angemessen. Dass gleichwohl zunächst mit einem höheren Wachstum der Mieten gerechnet werden kann, haben wir durch eine Verlängerung des Planungszeitraums auf insgesamt 50 Jahre bis zum Jahr 2063 abgebildet (vergleiche Abschnitt E.I.5. bzw. Abschnitt F.I.5.).

Auf Grundlage der vorstehenden Überlegungen kommen wir zu folgender Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für die zu kapitalisierenden Ergebnisse der GSW:

Kapitalisierungszinssatz	2014	2015	2016	2017 ff.
GSW Immobilien AG	Budget	Plan	Plan	Nachhaltig
Basiszinssatz vor pers. ESt	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
persönliche Ertragsteuern	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
<b>Basiszinssatz nach pers. ESt</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>
Marktrisikoprämie nach pers. ESt	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta unverschuldet	0,35	0,35	0,35	0,35
Verschuldungsgrad	94,3%	90,4%	87,3%	83,9%
angesetzter Betafaktor	0,49	0,48	0,48	0,48
<b>Risikozuschlag nach pers. ESt</b>	<b>2,70%</b>	<b>2,67%</b>	<b>2,64%</b>	<b>2,61%</b>
<b>Wachstumsabschlag</b>				<b>-1,00%</b>
<b>Kapitalisierungszinssatz</b>	<b>4,54%</b>	<b>4,51%</b>	<b>4,48%</b>	<b>3,45%</b>

<sup>23</sup> Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung, Raumordnungsprognose 2030. Bevölkerung, private Haushalte, Erwerbspersonen, Analysen Bau.Stadt.Raum, Band 9, Bonn 2012.

<sup>24</sup> Immobilienmarkt Deutschland 2012/2013 – Eine Fachthemenreihe der DG HYP, September 2012.

Der Kapitalisierungszinssatz für die zu kapitalisierenden Ergebnisse der Deutsche Wohnen stellt sich wie folgt dar:

<b>Kapitalisierungszinssatz</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017 ff.</b>
Deutsche Wohnen AG (ohne GSW)	Budget	Plan	Plan	Nachhaltig
Basiszinssatz vor pers. ESt	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
persönliche Ertragsteuern	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
<b>Basiszinssatz nach pers. ESt</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>
Marktrisikoprämie nach pers. ESt	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta unverschuldet	0,35	0,35	0,35	0,35
Verschuldungsgrad	139,2%	130,6%	124,4%	118,9%
angesetzter Betafaktor	0,56	0,54	0,54	0,53
<b>Risikozuschlag nach pers. ESt</b>	<b>3,07%</b>	<b>3,00%</b>	<b>2,95%</b>	<b>2,90%</b>
<b>Wachstumsabschlag</b>				<b>-1,00%</b>
<b>Kapitalisierungszinssatz</b>	<b>4,91%</b>	<b>4,84%</b>	<b>4,79%</b>	<b>3,74%</b>

## E. BEWERTUNG DER GSW

### I. Ableitung der zu diskontierenden Ergebnisse

#### 1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse

Als Ausgangspunkt der Planungsplausibilisierung wurden die Vergangenheitsergebnisse betrachtet, da diese als erste Orientierung für die Analyse von Planzahlen dienen.

Die Gewinn- und Verlustrechnung der GSW der Jahre 2011 bis 2013 wurde von uns im Hinblick auf einmalige oder außergewöhnliche Positionen durchgesehen und entsprechend bereinigt. In der Darstellung nach dem Gesamtkostenverfahren ergeben sich die bereinigten Positionen wie folgt:

Vergangenheitsbereinigung GSW Immobilien AG	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
	Ist Mio. EUR	Ist Mio. EUR	Ist Mio. EUR	Bereinigung Mio. EUR	Bereinigung Mio. EUR	Bereinigung Mio. EUR	Ist bereinigt Mio. EUR	Ist bereinigt Mio. EUR	Ist bereinigt Mio. EUR
<b>Sollmieten</b>	<b>203,1</b>	<b>219,9</b>	<b>244,8</b>				<b>203,1</b>	<b>219,9</b>	<b>244,8</b>
Erlösschmälerungen	-9,2	-9,0	-8,6				-9,2	-9,0	-8,6
<b>Vertragsmieten</b>	<b>193,9</b>	<b>210,9</b>	<b>236,2</b>				<b>193,9</b>	<b>210,9</b>	<b>236,2</b>
Inkasso	-6,3	-5,4	-5,2				-6,3	-5,4	-5,2
Nicht umlagefähige Betriebskosten	-7,9	-6,3	-6,6				-7,9	-6,3	-6,6
Instandhaltung	-17,7	-18,9	-19,9				-17,7	-18,9	-19,9
Sonstiges	0,5	0,3	-5,4				0,5	0,3	-5,4
<b>Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>-31,4</b>	<b>-30,3</b>	<b>-37,0</b>				<b>-31,4</b>	<b>-30,3</b>	<b>-37,0</b>
Facilita	1,4	1,8	2,1				1,4	1,8	2,1
<b>Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>163,9</b>	<b>182,4</b>	<b>201,3</b>				<b>163,9</b>	<b>182,4</b>	<b>201,3</b>
Verkaufserlöse	56,8	68,5	110,2				56,8	68,5	110,2
Verkaufskosten	-9,0	-8,9	-7,3				-9,0	-8,9	-7,3
Buchwertabgang	-44,0	-49,5	-98,4				-44,0	-49,5	-98,4
<b>Ergebnis aus Verkauf</b>	<b>3,8</b>	<b>10,1</b>	<b>4,5</b>				<b>3,8</b>	<b>10,1</b>	<b>4,5</b>
Verwaltungskosten	-53,3	-55,7	-54,1	3,1	2,5	3,4	-50,2	-53,2	-50,8
Sonstige Aufwendungen und Erträge	-10,0	-2,5	-1,2	10,0	2,5	1,2	0,0	0,0	0,0
Projektkosten und Einmalerträge	17,6	4,4	-20,6	-17,6	-4,4	20,6	0,0	0,0	0,0
<b>Sonstige Aufwendungen und Erträge</b>	<b>-45,7</b>	<b>-53,7</b>	<b>-76,0</b>				<b>-50,2</b>	<b>-53,2</b>	<b>-50,8</b>
<b>EBITDA</b>	<b>122,0</b>	<b>138,8</b>	<b>129,8</b>				<b>117,6</b>	<b>139,4</b>	<b>155,0</b>
Abschreibungen	-1,0	-0,8	-0,5				-1,0	-0,8	-0,5
Ergebnis aus Fair-Value-Anpassungen *	56,2	76,4	20,6	-56,2	-76,4	-20,6	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>177,2</b>	<b>214,4</b>	<b>149,8</b>				<b>116,6</b>	<b>138,6</b>	<b>154,5</b>

\* betreffen das Ergebnis aus der Fair-Value-Anpassung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien

Im Geschäftsjahr 2011 wurden die Verwaltungskosten um Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von rund -0,4 Mio. EUR bereinigt. Diese Kosten umfassen Personalaufwendungen für Mitarbeiter in Altersteilzeit aus einem Restrukturierungsprogramm in 2006/2007. Das Programm ist im Geschäftsjahr 2012 ausgelaufen. Im Geschäftsjahr 2011 wurden zudem Akquisitionsaufwendungen in Höhe von rund -2,1 Mio. EUR bereinigt. Des Weiteren umfassen die Bereinigungen der Verwaltungskosten im Jahr 2011 Aufwendungen für den 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. Die in diesem Zusammenhang stehenden Bereinigungen belaufen sich insgesamt auf rund -0,6 Mio. EUR.

In der Position Sonstige Aufwendungen und Erträge ist der Long-Term-Incentive-Plan („LTIP“) in Höhe von rund 10,0 Mio. EUR enthalten. Dieser diente als Anreiz für einen erfolgreichen Börsengang und wurde zum größten Teil in 2011 an den Vorstand der GSW

ausgezahlt. Dementsprechend wurden die kompletten Aufwendungen für den LTIP im Geschäftsjahr 2011 bereinigt.

Im Geschäftsjahr 2011 waren in der Position Projektkosten und Einmalerträge IPO-Kosten in Höhe von -6,7 Mio. EUR und Akquisitionsaufwendungen von rund -0,8 Mio. EUR enthalten. Ebenso sind Erlöse von rund 25,1 Mio. EUR aus dem Verkauf von Anteilen an der BMH Berlin Mediahaus GmbH in dieser Position enthalten. Die Projektkosten und Einmalerträge wurden komplett bereinigt.

Analog zum Geschäftsjahr 2011 wurden im Geschäftsjahr 2012 Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von rund -0,1 Mio. EUR bereinigt. Ebenso wurden Akquisitionsaufwendungen für Ankäufe wie z. B. den Ankauf des Corona Portfolios in Höhe von rund -2,4 Mio. EUR eliminiert. Die Bereinigung des LTIPs über -2,5 Mio. EUR wurde korrespondierend zu 2011 vorgenommen. Für das Geschäftsjahr 2012 wurde die Position Projektkosten und Einmalerträge wieder insgesamt bereinigt. Diese beinhaltet Finanzierungskosten und Projektaufwendungen in Höhe von rund -0,2 Mio. EUR, Akquisitionskosten in Höhe von rund -1,1 Mio. EUR sowie Erlöse aus dem Verkauf von Anteilen an der STRABAG Residential Property Services GmbH in Höhe von rund 5,7 Mio. EUR.

Im Jahr 2013 wurden unter Verwaltungskosten die Kosten für Ankäufe in Höhe von -1,3 Mio. EUR sowie Aufwendungen im Rahmen des Vorstandswechsels in Höhe von rund -2,1 Mio. EUR bereinigt. Entsprechend den Vorjahren wurde der Aufwand aus LTIP in Höhe von rund -1,2 Mio. EUR in der Position Sonstige Aufwendungen und Erträge vollständig bereinigt. Die Projektkostenbereinigungen für das Geschäftsjahr 2013 setzten sich aus Kapitalerhöhungskosten in Höhe von rund -0,9 Mio. EUR, Akquisitionskosten von rund -0,4 Mio. EUR sowie Projektkosten in Höhe von rund -19,3 Mio. EUR insbesondere für Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Zusammenschluss der Deutsche Wohnen und der Zuführung einer Rückstellung für das Bürogebäude in der Charlottenstraße (ehemals Kochstraße) zusammen.

Da die Planung keine Aufwertung des Immobilienbestandes vorsieht, werden die Ergebnisse aus der Fair-Value-Anpassung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien in den Geschäftsjahren 2011, 2012 und 2013 ebenfalls in Gänze bereinigt.

## **2. Operative Planung der GSW**

Die von der GSW erstellte Mittelfristplanung für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 ist Grundlage für die Unternehmenswertermittlung der GSW zum 18.06.2014. Diese Unternehmensplanung haben wir auf ihre Plausibilität hin überprüft. Zu diesem Zweck haben wir zunächst den Planungsaufbau systematisch nachvollzogen. Die Planungsprämissen und die resultierenden Planungsrechnungen haben wir umfassend mit dem Vorstand der GSW und den zuständigen Mitarbeitern diskutiert. Die grundsätzliche Eignung der Pla-

nungsrechnung als Bewertungsgrundlage haben wir wie im Folgenden dargelegt überprüft:

#### *Planungsprozess und Verantwortlichkeit für die Planung*

Die Mittelfristplanung der GSW umfasst drei Jahre – zum einen die Planung für das jeweils nächste zum 1. Januar beginnende Geschäftsjahr, welche im Rahmen des Budgets verabschiedet wird, sowie die Planung für zwei weitere darauf aufbauende Planjahre.

Das Budgetjahr wird üblicher Weise in dem Zeitraum Juli bis Dezember geplant und durch den Aufsichtsrat gebilligt. Auf Grundlage der Planung des Portfoliomanagements werden die Erträge sowie Aufwendungen des Ergebnisses aus der Wohnungsbewirtschaftung und des Ergebnisses aus Verkauf aus der Veräußerung von Mieteinheiten, die in Abstimmung mit den einzelnen Fachbereichen erstellt werden, durch das Controlling der GSW geplant. Die Planung des übrigen operativen Geschäftes sowie die Planung der Investitionen erfolgt unter Einbeziehung aller Fachbereiche im Rahmen eines bottom-up Ansatzes.

Auf den Erkenntnissen der Planung des Budgetjahres aufsetzend werden die zwei sich anschließenden Geschäftsjahre geplant. Die Planung erfolgt durch das Controlling in Abstimmung mit einzelnen Fachbereichen und dem Vorstand der GSW. Die auf dieser Basis erstellte Mittelfristplanung dient internen Steuerungszwecken.

#### *Aktualität der Planung*

Um im Rahmen der Wertableitung zum 18.06.2014 eine Unternehmensplanung zu berücksichtigen, die die aktuellen Entwicklungen der GSW abbildet, wurde die Mittelfristplanung von der Gesellschaft aktualisiert. Auf diese Weise ist gewährleistet, dass die aktuellsten Erkenntnisse in der Planung berücksichtigt wurden und eine Unternehmensplanung der Bewertung zugrunde gelegt wird, die aus heutiger Sicht die aktuellsten Abschätzungen der vom Management erwarteten zukünftigen Geschäftsentwicklung abbildet.

Die aktualisierte Mittelfristplanung wurde vom Vorstand der GSW am 15.04.2014 verabschiedet und dem Aufsichtsrat zur Kenntnisnahme vorgelegt.

#### *Aufbau und Vollständigkeit der Planung*

Die konsolidierte Planungsrechnung der GSW besteht aus einer Ergebnisrechnung sowie einer vereinfachten Bilanzplanung für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016.

Die operative Planung der GSW wurde seitens der Planungsverantwortlichen der Gesellschaft auf Grundlage des Umsatzkostenverfahrens erstellt und in das Gesamtkostenverfahren übergeleitet. Diese Planung setzt sich im Wesentlichen aus dem Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung und dem Ergebnis aus Verkauf sowie den sonstigen Aufwen-

dungen und Erträgen zusammen. Das geplante Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung und das geplante Ergebnis aus Verkauf wurden detailliert nach einzelnen Umsatz- und Aufwandsträgern gegliedert. Hierbei wurde auf die einzelnen Wohneinheiten Bezug genommen.

Ausgehend von der operativen Planung des EBITDA sowie der vorliegenden Investitionsplanung wurden die Abschreibungen, das Finanzergebnis und die Unternehmensteuern von der Gesellschaft geplant. Die von der Gesellschaft erstellte Planung des Finanzergebnisses enthält ein Zinsergebnis, das auf einer auf der Mittelfristplanung aufsetzenden Finanzbedarfsplanung, jedoch nicht auf einer integrierten Finanzbedarfsplanung basiert. Die Bilanz und der Finanzierungsbedarf wurden daher von uns in Abstimmung mit der GSW neu geplant. Aufsattpunkt hierfür war die geprüfte Konzernbilanz der GSW zum 31.12.2013. Diese wurde von uns unter Berücksichtigung der Ergebnisrechnung und Investitionsplanung, der Finanzierungsstruktur sowie von Ausschüttungsannahmen für die Planjahre fortentwickelt und auf dieser Basis der Finanzbedarf und das Finanzergebnis sowie die Unternehmensteuern neu berechnet.

Die Ergebnisbeiträge der nicht konsolidierten Gesellschaften wurden grundsätzlich im Rahmen des Beteiligungsergebnisses geplant. Inaktive und von der Gesellschaft als nicht wesentlich eingeschätzte Beteiligungen wurden nicht in die Planung einbezogen. Im Rahmen der Bewertung wurden diese als Sonderwert berücksichtigt (vgl. unten Abschnitt E.III.)

#### *Planungstreue*

Zur Beurteilung der Planungstreue der GSW haben wir die Ist-Zahlen der Geschäftsjahre 2011 bis 2013 mit den für diese Geschäftsjahre von der Gesellschaft geplanten Budgetzahlen verglichen.

Die Abweichungen des in den Geschäftsjahren 2011 bis 2013 tatsächlich erzielten EBITDA zu den entsprechenden Planzahlen sind in der nachfolgenden Tabelle dargestellt.

<b>Soll-Ist-Vergleich</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>GSW Immobilien AG</b>	<b>Mio. EUR</b>	<b>Mio. EUR</b>	<b>Mio. EUR</b>
EBITDA - Ist	122,0	138,8	129,8
EBITDA - Budget	111,1	130,6	165,3
Abweichung absolut	10,9	8,2	-35,4
Abweichung in %	9,8%	6,3%	-21,5%

Die positive Abweichung des Ist-EBITDA von dem geplanten EBITDA im Jahr 2011 um rund 10,9 Mio. EUR resultiert neben vertriebs- und akquisitionsbedingten Effekten insbesondere aus dem zum Planungszeitpunkt noch nicht hinreichend konkretisierten Verkauf der Anteile an der BMH Berlin Mediahaus GmbH. Dieser realisierte Ver-



kaufserlös wurde zu Teilen durch die ebenfalls nicht geplanten Aufwendungen aus dem LTIP im Rahmen des Börsengangs kompensiert.

Für das Jahr 2012 lassen sich die Abweichungen zwischen Ist-EBITDA und geplantem EBITDA in Höhe von 8,2 Mio. EUR neben vertriebs- und akquisitionsbedingten Auswirkungen im Wesentlichen durch niedrigere im Ist realisierte Leerstände, geringere Instandhaltungsaufwendungen sowie dem zum Planungserstellungszeitpunkt noch nicht abzuschätzenden Verkaufserlös für die Anteile an der STRABAG Residential Property Services GmbH (ehemals GSW Betreuungsgesellschaft für Wohnungs- und GewerbebaumbH) erklären.

Im Jahr 2013 wurde das geplante EBITDA im Vergleich zum Ist-EBITDA um rund 35,4 Mio. EUR unterschritten. Dieses resultiert vor allem aus im Budget 2013 pauschal geplanten Ergebnisbeiträgen aus Akquisitionen, die sich nicht realisiert haben. Daneben waren die erhöhten Aufwendungen im Zusammenhang mit der Übernahme der GSW durch die Deutsche Wohnen und eine Rückstellungsbildung für den beabsichtigten Auszug der GSW aus dem Objekt Charlottenstraße (ehemals Kochstraße) nicht in der Budgetplanung berücksichtigt.

Aus den sich ergebenden Plan-Ist-Abweichungen sind keine systematischen planungsmethodischen Diskrepanzen ersichtlich, die die vorgelegte Planung als Grundlage einer Unternehmensbewertung in Frage stellen würden.

### Ergebnisplanung

Die Ergebnisplanung der GSW bis zum EBIT stellt sich für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 im Vergleich zu den bereinigten Vergangenheitsergebnissen wie folgt dar:

Ergebnisplanung GSW Immobilien AG	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Ist berein. Mio. EUR	Ist berein. Mio. EUR	Ist berein. Mio. EUR	Budget Mio. EUR	Plan Mio. EUR	Plan Mio. EUR
<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>
Erlösschmälerungen	-9,2	-9,0	-8,6	-6,6	-6,7	-6,6
<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>
Inkasso	-6,3	-5,4	-5,2	-5,2	-5,3	-5,2
Nicht umlagefähige Betriebskosten	-7,9	-6,3	-6,6	-4,4	-3,6	-2,7
Instandhaltung	-17,7	-18,9	-19,9	-23,7	-23,8	-23,0
Sonstiges	0,5	0,3	-5,4	-6,5	-6,0	-4,7
<b>Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>-31,4</b>	<b>-30,3</b>	<b>-37,0</b>	<b>-39,8</b>	<b>-38,7</b>	<b>-35,6</b>
Facilita	1,4	1,8	2,1	1,6	2,3	2,6
<b>Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>163,9</b>	<b>182,4</b>	<b>201,3</b>	<b>214,0</b>	<b>217,3</b>	<b>221,8</b>
Verkaufserlöse	56,8	68,5	110,2	50,0	41,8	41,8
Verkaufskosten	-9,0	-8,9	-7,3	-5,7	-5,3	-5,2
Buchwertabgang	-44,0	-49,5	-98,4	-34,4	-29,0	-29,0
<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>
Verwaltungskosten	-50,2	-53,2	-50,8	-48,1	-46,8	-45,7
Sonstige Aufwendungen und Erträge	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0
Projektkosten und Einmalserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Sonstige Aufwendungen und Erträge</b>	<b>-50,2</b>	<b>-53,2</b>	<b>-50,8</b>	<b>-48,4</b>	<b>-46,8</b>	<b>-45,7</b>
<b>EBITDA</b>	<b>117,6</b>	<b>139,4</b>	<b>155,0</b>	<b>175,5</b>	<b>178,0</b>	<b>183,7</b>
Abschreibungen	-1,0	-0,8	-0,5	-1,0	-0,8	-0,5
Ergebnis aus Fair-Value-Anpassungen *	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>116,6</b>	<b>138,6</b>	<b>154,5</b>	<b>174,5</b>	<b>177,2</b>	<b>183,2</b>

\* betreffen das Ergebnis aus der Fair-Value-Anpassung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien

### Planungsplausibilisierung

Wir haben den Aufbau der Planung nachvollzogen und die dahinter liegenden Annahmen einer kritischen Betrachtung unterzogen. Zielsetzung war dabei insbesondere, die in der Planung angenommenen Entwicklungen mit der Vergangenheit zu verproben und die Stimmigkeit der Annahmen zu hinterfragen. In unserer Analyse der Ertragsplanung haben wir uns an deren Aufbau nach dem Gesamtkostenverfahren orientiert.

### Umsatzerlöse und Ergebnisse

Die GSW erzielt ihre Umsatzerlöse und Ergebnisse in den Geschäftsbereichen Wohnungsbewirtschaftung sowie Verkauf. Die geplante Entwicklung der einzelnen Bereiche ist in den folgenden Tabellen dargestellt:

#### Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung

Der Geschäftsbereich Wohnungsbewirtschaftung umfasst sämtliche Aktivitäten der GSW im Zusammenhang mit der Vermietung von Wohn- und Gewerbeimmobilien. Zum Ende des Geschäftsjahres 2013 umfasst das Immobilienportfolio der GSW 59.949 Wohneinheiten und 1.013 Gewerbeeinheiten sowie 9.663 Parkplätze. Die Portfolioentwicklung der GSW im Detailplanungszeitraum stellt sich wie folgt dar:

Portfolio	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GSW Immobilien AG	Ist	Ist	Ist	Budget	Plan	Plan
Anzahl Einheiten Wohnen (01.01.)	48.776	52.790	58.668	59.949	59.323	58.823
Anzahl Einheiten Wohnen (31.12.)	52.790	58.668	59.949	59.323	58.823	58.323
<b>Ø Anzahl Einheiten Wohnen</b>	<b>50.783</b>	<b>55.729</b>	<b>59.309</b>	<b>59.636</b>	<b>59.073</b>	<b>58.573</b>
Gesamtfläche Wohnen in Tsd. m <sup>2</sup> (01.01.)	3.003,1	3.244,0	3.547,3	3.616,1	3.576,0	3.544,5
Gesamtfläche Wohnen in Tsd. m <sup>2</sup> (31.12.)	3.244,0	3.547,3	3.616,1	3.576,0	3.544,5	3.513,0
<b>Ø Fläche Wohnen in Tsd. m<sup>2</sup></b>	<b>3.123,6</b>	<b>3.395,7</b>	<b>3.581,7</b>	<b>3.596,0</b>	<b>3.560,2</b>	<b>3.528,7</b>
Gesamtfläche Gewerbe in Tsd. m <sup>2</sup> (01.01.)	101,2	102,4	107,7	113,2	113,2	113,2
Gesamtfläche Gewerbe in Tsd. m <sup>2</sup> (31.12.)	102,4	107,7	113,2	113,2	113,2	113,2
<b>Ø Fläche Gewerbe in Tsd. m<sup>2</sup></b>	<b>101,8</b>	<b>105,1</b>	<b>110,5</b>	<b>113,2</b>	<b>113,2</b>	<b>113,2</b>
<b>Ø Fläche Wohnen + Gewerbe in Tsd. m<sup>2</sup></b>	<b>3.225,4</b>	<b>3.500,7</b>	<b>3.692,1</b>	<b>3.709,2</b>	<b>3.673,4</b>	<b>3.641,9</b>
Anteil Wohnen an Gesamtfläche in %	96,8%	97,0%	97,0%	96,9%	96,9%	96,9%
Anteil Gewerbe an Gesamtfläche in %	3,2%	3,0%	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%

Die Entwicklung der Vertragsmieten ist in der nachfolgenden Tabelle dargestellt:

Vertragsmieten	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2014-2016
GSW Immobilien AG	Ist berein.	Ist berein.	Ist berein.	Budget	Plan	Plan	CAGR
	Mio. EUR						
Sollmieten Wohnen	179,7	197,9	223,9	237,8	242,0	246,3	
Sollmieten andere Nutzungsarten	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>	
Wachstum in %	n.a.	8,2%	11,3%	5,7%	0,6%	0,4%	2,2%
Sollmiete Wohnen je m <sup>2</sup> <sup>1,2</sup>	5,08	5,22	5,44	5,63	5,74	5,84	
Erlösschmälerungen	-9,2	-9,0	-8,6	-6,6	-6,7	-6,6	
Erlösschmälerungen in % der Sollmieten	-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>	
Wachstum in %	n.a.	8,8%	12,0%	6,8%	0,6%	0,4%	
Vertragsmieten je m <sup>2</sup> <sup>3,4</sup>	5,13	5,26	5,50	5,67	5,76	5,83	

<sup>1</sup> Für die Jahre 2011-2013 sind die Ist-Nettokaltmieten Wohnen je m<sup>2</sup> laut den jeweiligen Angaben in den Geschäftsberichten dargestellt.

<sup>2</sup> Im Planungszeitraum definieren sich die Sollmieten Wohnen je m<sup>2</sup> als die Sollmieten Wohnen zzgl. Zuschüsse geteilt durch die durchschnittliche Fläche Wohnen.

<sup>3</sup> Für die Jahre 2011-2013 sind als Vertragsmieten die Ist-Nettokaltmieten (Wohnen und Gewerbe) je m<sup>2</sup> laut den jeweiligen Angaben in den Geschäftsberichten dargestellt.

<sup>4</sup> Im Planungszeitraum definieren sich die Vertragsmieten je m<sup>2</sup> als die Vertragsmieten insgesamt geteilt durch die durchschnittliche Fläche Wohnen und Gewerbe.

Die Planung der **Sollmieten**, welche das erreichbare Mietpotenzial abbilden, erfolgt seitens des Portfoliomanagements auf Ebene der Wohn- und Gewerbeeinheiten für das Budgetjahr 2014 und wird durch das Controlling der GSW in Rücksprache mit einzelnen Fachbereichen für die weiteren Planjahre fortentwickelt. Hierbei wurde das Gesamtportfolio in ein Bestands- und ein Veräußerungsportfolio unterteilt. Innerhalb des Bestandsportfolios wird zwischen freifinanzierten und geförderten Immobilien differenziert.

In den Jahren 2012 bis 2013 war ein durchschnittlicher Anstieg der Sollmieten von rund 9,8 % p. a. insbesondere im Zusammenhang mit der Vergrößerung des Immobilienportfolios durch Zukäufe zu beobachten. In den Planjahren 2014 bis 2016 wird seitens der Gesellschaft ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Sollmieten von rund 2,2 % p. a. erwartet. Dieses geplante Wachstum resultiert zum einen aus beabsichtigten regulären Mieterhöhungen, der Anpassung der Miete im Zuge der Neuvermietung sowie Mietanhebungen auf Grund von Modernisierungsmaßnahmen. Der in der Planung abgebildete Verkauf von Wohneinheiten sowie die Reduktion von Zuschüssen (siehe nachstehende Ausführungen) wirkt sich hierbei dämpfend auf das Wachstum aus. In den Jahren 2014 bis 2016 plant die GSW zur Bereinigung des Immobilienportfolios eine Veräuße-



zung von 1.626 Wohneinheiten mit einer Fläche von insgesamt rund 103 Tsd. m<sup>2</sup> (vgl. unten Ausführungen zum Ergebnis aus Verkauf).

Die **Sollmieten anderer Nutzungsarten** entsprechen überwiegend den Sollmieten aus den Gewerbeflächen. Die rückläufige Entwicklung der Sollmieten im Detailplanungszeitraum ab dem Jahr 2015 ist auf den geplanten Auszug der GSW aus dem angemieteten Objekt Charlottenstraße (ehemals Kochstraße) zurückzuführen, welches derzeit noch in Teilen untervermietet wird.

Die GSW ist Bezieherin von **Zuschüssen** von Förderprogrammen im Rahmen des sozialen Wohnungsbaus im Großraum Berlin. Diese werden der Gesellschaft als Ausgleich für die Vermietung von Wohneinheiten unterhalb der Kostenmiete (§ 8 WoBindG) ausbezahlt und beliefen sich im Geschäftsjahr 2013 auf 5,5 Mio. EUR. Ausgehend von dem Jahr 2013 erwartet die GSW anhand der vertraglich geregelten Förderprogrammbestimmungen je Wohneinheit eine rückläufige Entwicklung auf rund 1,1 Mio. EUR im Jahr 2016.

Die geplanten **Erlösschmälerungen** bezogen auf die Sollmieten (sogenannte Leerstandsquote) betragen im Geschäftsjahr 2011 rund 4,5 %. Bis zum Jahr 2013 gelang es der GSW, diese Quote auf 3,5 % zu reduzieren. Im Detailplanungszeitraum erwartet die Gesellschaft vor dem Hintergrund der erwarteten positiven Marktentwicklung im Großraum Berlin eine weitere Reduktion der Erlösschmälerungen auf rund 2,5 % der Sollmieten realisieren zu können.

Die **Vertragsmieten** leiten sich als Summe aus den Sollmieten, Zuschüssen und Erlösschmälerungen ab. Auf Basis der zuvor beschriebenen Entwicklungen werden seitens der GSW somit insgesamt ausgehend vom Jahr 2013 steigende Vertragsmieten im Detailplanungszeitraum erwartet. So stellen sich die monatlichen Vertragsmieten je m<sup>2</sup> über den Detailplanungszeitraum insgesamt ansteigend von monatlich rund 5,67 EUR je m<sup>2</sup> im Planjahr 2014 auf rund 5,83 EUR je m<sup>2</sup> im Planjahr 2016 dar.

Die **Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung** umfassen Kosten für Inkasso, nicht umlagefähige Betriebskosten, Kosten der Instandhaltung sowie der Wohnungsbewirtschaftung zuzurechnende sonstige Aufwendungen und Erträge (Sonstiges) und stellen sich wie folgt dar:

Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung GSW Immobilien AG	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Ist berein. Mio. EUR	Ist berein. Mio. EUR	Ist berein. Mio. EUR	Budget Mio. EUR	Plan Mio. EUR	Plan Mio. EUR
Inkasso	-6,3	-5,4	-5,2	-5,2	-5,3	-5,2
<i>in % der Sollmieten</i>	<i>-3,1%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-2,0%</i>
Nicht umlagefähige Betriebskosten	-7,9	-6,3	-6,6	-4,4	-3,6	-2,7
<i>in % der Sollmieten</i>	<i>-3,9%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>-2,7%</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>-1,0%</i>
Instandhaltung	-17,7	-18,9	-19,9	-23,7	-23,8	-23,0
<i>in % der 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>
Sonstiges	0,5	0,3	-5,4	-6,5	-6,0	-4,7
<i>in % der Sollmieten</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,1%</i>	<i>-2,2%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>-2,3%</i>	<i>-1,8%</i>
<b>Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>-31,4</b>	<b>-30,3</b>	<b>-37,0</b>	<b>-39,8</b>	<b>-38,7</b>	<b>-35,6</b>
<i>in % der Sollmieten</i>	<i>-15,4%</i>	<i>-13,8%</i>	<i>-15,1%</i>	<i>-15,4%</i>	<i>-14,9%</i>	<i>-13,6%</i>
Facilita	1,4	1,8	2,1	1,6	2,3	2,6
<i>in % der Sollmieten</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,8%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,9%</i>	<i>1,0%</i>

Die **Inkassoaufwendungen** der GSW setzen sich im Wesentlichen aus den Positionen Mietausfall, Wertberichtigungen auf Forderungen sowie Rechtskosten zusammen. In den Jahren 2011 bis 2013 reduzierten sich die Inkassoaufwendungen bezogen auf die Sollmieten von rund 3,1 % auf rund 2,1 %. Diese Entwicklung führt die Gesellschaft neben Kosteneinsparungen unter anderem auf eine Verbesserung der Zahlungsmoral der Mieter zurück. Ausgehend von dem Jahr 2013 erwartet die Gesellschaft in den Planjahren ein Niveau von 2,0 %.

Die **nicht umlagefähigen Betriebskosten** umfassen den nicht auf die Mieter umlagefähigen Anteil der Betriebskosten sowie den in den Umlagen für Wohnungseigentümergeinschaften enthaltenen Betriebskostenanteil und Verwaltungskosten. Die Gesellschaft unterscheidet hierbei zwischen umlagefähigen Aufwendungen, die in Folge von Leerständen nicht umgelegt werden können, und nicht umlagefähigen Aufwendungen gemäß den gesetzlichen Bestimmungen. Die Gesellschaft konnte bereits in der Vergangenheit sowohl eine absolute Reduktion der nicht umlagefähigen Betriebskosten als auch eine relative Minderung der nicht umlagefähigen Betriebskosten bezogen auf die Sollmieten von 2011 (7,9 Mio. EUR / 3,9 %) auf 2013 (6,6 Mio. EUR / 2,7 %) realisieren. Die GSW erwartet, diese rückläufige Entwicklung der nicht umlagefähigen Betriebskosten auch in den Planjahren 2014 bis 2016 bis auf eine Quote von 1,0 % der Sollmieten fortsetzen zu können. So sieht die Gesellschaft zum einen Potenzial in einer weiteren Reduktion der Leerstände und damit einer verbesserten Weiterbelastungsmöglichkeit der Betriebskosten sowie zum anderen in einer Verbesserung des Betriebskostenmanagements.

Die von der GSW durchgeführten Instandhaltungsmaßnahmen beinhalten im Wesentlichen Aufwendungen sowie Investitionen für laufende Maßnahmen und Modernisierungsarbeiten, Maßnahmen im Zusammenhang mit Mieterwechseln, geplante Instandhaltungsprojekte sowie Umlagen für Wohnungseigentümergeinschaften.

Instandhaltung GSW Immobilien AG	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Ist berein.	Ist berein.	Ist berein.	Budget	Plan	Plan
	Mio. EUR					
<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
Modernisierungsinvestitionen	-19,8	-26,3	-33,5	-33,9	-33,3	-33,1
<b>Instandhaltung + Modernisierungsinvestitionen</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>Instandhaltung in % der Sollmieten (ohne Mod.-Inv.)</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>
<i>Instandhaltung in % der Sollmieten (inkl. Mod.-Inv.)</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>
<b>Ø Gesamtzahl Quadratmeter (in Tsd. m<sup>2</sup>)</b>	<b>3.225,4</b>	<b>3.500,7</b>	<b>3.692,1</b>	<b>3.709,2</b>	<b>3.673,4</b>	<b>3.641,9</b>
Instandhaltungskosten je m <sup>2</sup> in EUR (ohne Mod.-Inv.)	-5,49	-5,41	-5,39	-6,39	-6,48	-6,32
Instandhaltungskosten je m <sup>2</sup> in EUR (inkl. Mod.-Inv.)	-11,63	-12,93	-14,45	-15,54	-15,55	-15,39
Aktivierungsquote	53%	58%	63%	59%	58%	59%

Die **Instandhaltungsaufwendungen** belaufen sich im Geschäftsjahr 2013 auf rund 19,9 Mio. EUR und sind unter Berücksichtigung leichter Schwankungen bis zum Jahr 2016 gegenüber dem Jahr 2013 um rund 3,1 Mio. EUR auf 23,0 Mio. EUR ansteigend geplant. Bezogen auf die Sollmieten betragen die Instandhaltungsaufwendungen im Jahr 2016 rund 8,8 %. Dies entspricht etwa dem Niveau der Jahre 2011 und 2012. Sie umfassen vor allem Aufwendungen für laufende Maßnahmen, die der üblichen andauernden Instandhaltung der betroffenen Wohneinheiten dienen. Zur Durchführung der entsprechenden Instandhaltungsmaßnahmen bedient sich die GSW u.a. der Leistungen der Facilita. Neben diesen aufwandswirksamen Positionen hat die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2013 Modernisierungsinvestitionen in Höhe von rund 33,5 Mio. EUR getätigt. Im Rahmen der Planung für die Jahre 2014 bis 2016 geht die GSW von Investitionen in ähnlicher Höhe aus. Bezogen auf die Sollmieten betragen die Instandhaltungsaufwendungen und Modernisierungsinvestitionen insgesamt im Detailplanungszeitraum durchschnittlich rund 21,9 %, was dem Niveau des Jahres 2013 entspricht. Relativ zur bewirtschafteten Fläche ausgedrückt belaufen sich die Instandhaltungsaufwendungen und Modernisierungsinvestitionen im Planjahr 2016 damit auf rund 15,39 EUR je m<sup>2</sup>.

Neben diesen Aufwandspositionen beinhaltet das Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung weitere sonstige Aufwendungen und Erträge (**Sonstiges**). Diese umfassen u. a. Aufwendungen für Marketing, Pachtzahlungen sowie Verwaltergebühren. Im Geschäftsjahr 2013 betragen die sonstigen Aufwendungen und Erträge insgesamt rund 5,4 Mio. EUR und liegen damit deutlich über den Vorjahren 2011 und 2012. Diese waren wesentlich von den Erlösen aus der Fremdverwaltung der zum Ende des Jahres 2012 veräußerten Anteile an der STRABAG Residential Property Services GmbH (ehemals GSW Betreuungsgesellschaft für Wohnungs- und Gewerbebau mbH) beeinflusst. Die Planung der sonstigen Aufwendungen und Erträge erfolgte ausgehend vom Geschäftsjahr 2013. Für das Budgetjahr 2014 wird zunächst ein Anstieg der sonstigen Aufwendungen und Erträge erwartet, der zu wesentlichen Teilen auf Fremdverwaltungsgebühren von in der Vergangenheit erworbenen Portfolios entfällt. In den Folgejahren soll die Übernahme dieser Verwaltungstätigkeiten durch die GSW selbst erfolgen, was zu Kosteneinsparungen und einer einhergehenden Reduktion der Aufwendungen führen soll.



Wie in Abschnitt B.I.2.a) erläutert, erbringt die **Facilita** als Konzerndienstleistungsgesellschaft das komplette Leistungsspektrum des infrastrukturellen und technischen Facility Managements für die GSW. Neben diesen Leistungen für die GSW erbringt die Facilita Leistungen für Dritte. Hier erwartet die GSW im Detailplanungszeitraum grundsätzlich einen leichten Anstieg der Erträge.

## Ergebnis aus Verkauf

Die GSW plant in den Jahren 2014 bis 2016 Abverkäufe von einzelnen Wohneinheiten. Die Planung des Ergebnisses aus Verkauf stellt sich im Vergleich zu den bereinigten Vergangenheitsergebnissen wie folgt dar:

Ergebnis aus Verkauf GSW Immobilien AG	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Ist berein. Mio. EUR	Ist berein. Mio. EUR	Ist berein. Mio. EUR	Budget Mio. EUR	Plan Mio. EUR	Plan Mio. EUR
<b>Verkaufserlöse Gesamt</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 m <sup>2</sup> (in Tsd.)	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>Verkaufskosten in % der Verkaufserlöse</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>Buchwertabgang in % der Verkaufserlöse</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 Ergebnis aus Verkauf</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>

Die Auswahl der zu verkaufenden Wohneinheiten erfolgt seitens der GSW vor dem Hintergrund von Wirtschaftlichkeitsüberlegungen. Die Verkaufspreise werden zu Planungszwecken je zu veräußernder Wohneinheit anhand von Marktrecherchen, Erfahrungswerten sowie Markteinschätzungen der Vermittler bestimmt. Auf dieser Basis wurde für das Geschäftsjahr 2014 ein Verkaufspreis je m<sup>2</sup> als Referenz-Marktpreis angenommen, der auch für die Fortschreibung der Verkaufsplanung für die Planjahre 2015 und 2016 berücksichtigt wurde. Neben der Planung der Veräußerungserlöse hat die Gesellschaft Annahmen für die Verkaufskosten je verkaufter Einheit für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 getroffen, welche insbesondere Provisionen und Vermittlungskosten umfassen.

## Sonstige Aufwendungen und Erträge

Im Geschäftsjahr 2013 belaufen sich die bereinigten sonstigen Aufwendungen und Erträge auf -50,8 Mio. EUR. Diese Höhe entspricht den Verwaltungskosten im Geschäftsjahr 2013; im Zuge der Vergangenheitsbereinigung wurden die Projektkosten sowie sonstige Aufwendungen und Erträge komplett bereinigt.

Sonstige Aufwendungen und Erträge GSW Immobilien AG	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Ist berein.	Ist berein.	Ist berein.	Budget	Plan	Plan
	Mio. EUR					
Personalkosten	-29,2	-31,3	-29,5	-27,9	-28,2	-28,3
Sachkosten	-20,9	-21,9	-21,3	-20,2	-18,6	-17,4
<b>Verwaltungskosten</b>	<b>-50,2</b>	<b>-53,2</b>	<b>-50,8</b>	<b>-48,1</b>	<b>-46,8</b>	<b>-45,7</b>
Sonstige Aufwendungen und Erträge	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0
Projektkosten und Einmalserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Sonstige Aufwendungen und Erträge</b>	<b>-50,2</b>	<b>-53,2</b>	<b>-50,8</b>	<b>-48,4</b>	<b>-46,8</b>	<b>-45,7</b>

Im Geschäftsjahr 2013 umfassen die bereinigten **Verwaltungskosten** Personalkosten in Höhe von 29,5 Mio. EUR und Sachkosten in Höhe von 21,3 Mio. EUR. In den Sachkosten sind beispielsweise Beratungs-, EDV- und Raumkosten enthalten.

Im Planjahr 2014 erwartet die GSW einen Rückgang der **Personalaufwendungen** gegenüber dem Vorjahr von 29,5 Mio. EUR auf 27,9 Mio. EUR. Diese Reduktion ist auskunftsgemäß auf eine Minderung der Aufwendungen im Verwaltungsbereich in den Stabsfunktionen zurückzuführen. Ab dem Planjahr 2015 geht die GSW von einem geringfügigen Personalkostenanstieg von durchschnittlich rund 0,8 % p. a. aus.

Ausgehend von 21,3 Mio. EUR **Sachkosten** im Jahr 2013 plant die GSW eine Reduktion der Sachkosten im Detailplanungszeitraum auf 17,4 Mio. EUR im Jahr 2016. Ursächlich hierfür ist u.a. der im Jahr 2015 geplante Auszug aus dem angemieteten Objekt Charlottenstraße (ehemals Kochstraße), aus welchem signifikante Kosteneinsparungen erwartet werden.

Für das Jahr 2014 sind einmalige Kosten im Rahmen der Einführung eines neuen Unternehmensleitbildes in Höhe von 0,3 Mio. EUR geplant. Ansonsten werden seitens der Gesellschaft keine **sonstigen Aufwendungen und Erträge** erwartet. Für den Detailplanungszeitraum wurden von der GSW keine Projekte mit Einmalcharakter, wie z. B. Akquisitionen und Kapitalmaßnahmen geplant, so dass auch keine **Projektkosten** im Detailplanungszeitraum berücksichtigt wurden.

#### EBITDA

EBITDA GSW Immobilien AG	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Ist berein.	Ist berein.	Ist berein.	Budget	Plan	Plan
	Mio. EUR					
Erlöse aus der Wohnungsbewirtschaftung	203,1	219,9	244,8	258,8	260,4	261,4
Erlöse aus Verkauf	56,8	68,5	110,2	50,0	41,8	41,8
<b>Gesamte Erlöse</b>	<b>260,0</b>	<b>288,4</b>	<b>355,0</b>	<b>308,8</b>	<b>302,2</b>	<b>303,2</b>
Kosten aus der Wohnungsbewirtschaftung	-39,2	-37,5	-43,5	-44,8	-43,1	-39,6
Kosten aus Verkauf	-53,0	-58,4	-105,7	-40,1	-34,3	-34,2
Sonstige Aufwendungen und Erträge	-50,2	-53,2	-50,8	-48,4	-46,8	-45,7
<b>Gesamte Kosten</b>	<b>-142,4</b>	<b>-149,0</b>	<b>-200,0</b>	<b>-133,3</b>	<b>-124,2</b>	<b>-119,5</b>
<b>EBITDA</b>	<b>117,6</b>	<b>139,4</b>	<b>155,0</b>	<b>175,5</b>	<b>178,0</b>	<b>183,7</b>
EBITDA-Wachstum in %	n.a.	18,5%	11,2%	13,2%	1,4%	3,2%
EBITDA-Marge (in % der Gesamten Erlöse)	45,2%	48,3%	43,7%	56,8%	58,9%	60,6%
EBITDA-Marge (in % der Sollmieten)	57,9%	63,4%	63,3%	67,8%	68,4%	70,3%



Das EBITDA steigt von 155,0 Mio. EUR im Geschäftsjahr 2013 auf erwartete 183,7 Mio. EUR im Planjahr 2016. Dies entspricht einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate von rund 5,8 %. Der Anstieg ist insbesondere sowohl auf den Anstieg der Vertragsmieten durch Mietpreissteigerungen und Reduzierungen der Leerstände als auch einen Rückgang der sonstigen Aufwendungen und Erträge zurückzuführen.

Auf Basis der uns gegebenen Erläuterungen der GSW zu den Planungsprämissen und unserer Analyse der Vergangenheitsergebnisse erachten wir die der Unternehmensplanung der GSW zugrunde liegenden Annahmen für plausibel.

### *Abschreibungen*

Die geplanten Abschreibungen beziehen sich auf das abnutzbare materielle und immaterielle Anlagevermögen der GSW. Grundsätzlich weist das neben dem Grundvermögen bestehende Anlagevermögen der GSW einen eingeschwungenen Zustand auf, so dass nur in die Erhaltung der bestehenden Substanz investiert wird. Größere Erweiterungsinvestitionen sind nach Auskunft der Gesellschaft nicht geplant. Die Abschreibungen stellen sich insgesamt rückläufig von rund 1 Mio. EUR in 2014 bis auf rund 0,5 Mio. EUR in 2016 dar.

### *EBIT*

Die von der GSW erwartete Entwicklung des EBIT (vor Berücksichtigung von Synergien) ab dem Jahr 2013 bis zum Planjahr 2016 zeigt einen kontinuierlichen Anstieg von 154,5 Mio. EUR auf 183,2 Mio. EUR.

## **3. Synergien**

Die Planung der GSW sowie die Planung der Deutsche Wohnen bilden die Geschäftserwartungen für den GSW-Konzern bzw. den Deutsche Wohnen-Konzern nach den wirtschaftlichen und rechtlichen Verhältnissen zum gegenwärtigen Zeitpunkt ab. Diese sind dadurch gekennzeichnet, dass die Deutsche Wohnen zwar Mehrheitsgesellschafter der GSW ist, ein Beherrschungsvertrag aber noch nicht abgeschlossen wurde. Die Planungsrechnungen der GSW und der Deutsche Wohnen für die Jahre 2014 bis 2016 wurden jeweils unter stand-alone-Annahmen erstellt. Zutreffend unberücksichtigt blieben in der jeweiligen Planungsrechnung Synergien, die nur infolge des Wirksamwerdens eines Beherrschungsvertrags erwartet werden (sogenannte nachvertragliche Synergien, auch echte Synergien genannt).

Auf der Grundlage des Bewertungsstandards IDW S 1 und der Rechtsprechung zur Berücksichtigung von Synergien wurden demgegenüber Synergien, die nach dem Mehrheitserwerb durch die Deutsche Wohnen unabhängig von dem beabsichtigten Beherrschungsvertrag bei der GSW bzw. der Deutsche Wohnen erwartet werden (sogenannte vorver-



tragliche Synergien, auch unechte Synergien genannt), im Rahmen der jeweiligen Ertragswertableitung werterhöhend berücksichtigt.

Zur Erhebung des insgesamt bestehenden Synergiepotenzials wurde durch die Deutsche Wohnen bereits vor Abgabe des Übernahmeangebots eine Analyse möglicher Maßnahmen durchgeführt. Im Rahmen unserer Bewertungsarbeiten war dieses Synergiepotenzial auf vorvertragliche und nachvertragliche Synergien aufzuteilen. Hierzu wurde uns eine Dokumentation der Ergebnisse zur Analyse des Synergiepotenzials übergeben. Die Deutsche Wohnen hat das insgesamt erwartete Synergiepotenzial daraufhin untersucht, welche Maßnahmen bereits ohne Abschluss eines Beherrschungsvertrags durchführbar sind und welche Maßnahmen nur aufgrund eines Beherrschungsvertrags rechtlich zulässig sind. Des Weiteren wurde ermittelt, in welcher Höhe und zu welchen Teilen die Synergien auf die Deutsche Wohnen bzw. die GSW entfallen.

Danach gehen die Deutsche Wohnen und die GSW davon aus, dass sich vorvertragliche Synergien auf Seiten der GSW insbesondere dadurch ergeben, dass bisher durch die GSW von externen Anbietern eingekaufte Verwaltungsdienstleistungen für zugekaufte Portfolios durch eigene Mitarbeiter erbracht werden. Die erwarteten vorvertraglichen Synergien in den Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung betragen insgesamt rund 1,7 Mio. EUR. Ebenso sollen vorvertraglich realisierbare Synergien in Höhe von rund 0,5 Mio. EUR aus der Reduktion von Wohnungsleerstand und der damit verbundenen Betriebskosten resultieren. Als weitere vorvertragliche Synergien wurden im Bereich Verwaltungskosten Einsparmöglichkeiten in Höhe von insgesamt rund 4,7 Mio. EUR identifiziert, welche insbesondere durch den Wegfall der Notierung der GSW im Prime Standard, Personalreduzierungen sowie geringerem Einkauf von externen Beratungsleistungen resultieren. Daneben wurde der Umzug aus dem Verwaltungsgebäude in der Charlottenstraße (ehemals Kochstraße) als vorvertragliche Synergie identifiziert. Die Beendigung des Mietvertrags der GSW für das Gebäude an der Charlottenstraße sowie die hieraus erwarteten Kosteneinsparungen von rund 2 Mio. EUR wurde hierbei bereits im Rahmen der stand-alone Planung berücksichtigt, da die Beendigung des Mietvertrags zum Zeitpunkt der Planungserstellung bereits geplant war. Die erwarteten vorvertraglichen Synergien sollen bis zum Planjahr 2016 vollumfänglich realisiert werden können.

Die vorvertraglichen Synergien, die auf Seiten der GSW erwartet werden, wurden von uns in der Bewertung berücksichtigt. Hierfür wurden die identifizierten vorvertraglichen Synergien, soweit diese nicht bereits in der stand-alone Planung enthalten waren, zu den geplanten Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung hinzuaddiert. Das geplante EBIT der GSW für die Planjahre 2014 bis 2016 stellt sich inklusive vorvertraglicher Synergien wie folgt dar:

Ergebnisrechnung inklusive Synergien GSW Immobilien AG	2014	2015	2016
	Budget Mio. EUR	Plan Mio. EUR	Plan Mio. EUR
<b>Sollmieten</b>	<b>258,8</b>	<b>260,4</b>	<b>261,4</b>
Erlösschmälerungen	-6,6	-6,7	-6,6
<b>Vertragsmieten</b>	<b>252,2</b>	<b>253,7</b>	<b>254,8</b>
Inkasso	-5,2	-5,3	-5,2
Nicht umlagefähige Betriebskosten	-4,2	-3,4	-2,2
Instandhaltung	-23,7	-23,8	-23,0
Sonstiges	-6,3	-4,7	-3,0
<b>Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>-39,3</b>	<b>-37,1</b>	<b>-33,4</b>
Facilita	1,6	2,3	2,6
<b>Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>214,5</b>	<b>218,9</b>	<b>224,0</b>
Verkaufserlöse	50,0	41,8	41,8
Verkaufskosten	-5,7	-5,3	-5,2
Buchwertabgang	-34,4	-29,0	-29,0
<b>Ergebnis aus Verkauf</b>	<b>9,9</b>	<b>7,5</b>	<b>7,6</b>
Verwaltungskosten	-45,9	-44,3	-41,0
Sonstige Aufwendungen und Erträge	-0,3	0,0	0,0
<b>Sonstige Aufwendungen und Erträge</b>	<b>-46,2</b>	<b>-44,3</b>	<b>-41,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>178,3</b>	<b>182,1</b>	<b>190,7</b>
Abschreibungen	-1,0	-0,8	-0,5
<b>EBIT</b>	<b>177,3</b>	<b>181,3</b>	<b>190,2</b>

Die identifizierten nachvertraglichen Synergien resultieren insbesondere aus Infrastrukturmaßnahmen, die die Vorgehensweisen der GSW und der Deutsche Wohnen vereinheitlichen. So wird davon ausgegangen, dass sich nachvertragliche Synergien auf Seiten der GSW beispielweise durch Optimierungen im Rahmen eines gemeinsamen Inkassowesens realisieren lassen. Darüber hinaus werden Reduzierungen der Aufwendungen im Bereich der unterstützenden Dienstleistungsfunktionen wie Informationstechnologie, Buchhaltung und Controlling sowie Aus- und Fortbildung erwartet. Wie bereits erwähnt, blieben diese nachvertraglichen Synergien im Rahmen der Bewertung sowohl auf Seiten der GSW als auch der Deutsche Wohnen unberücksichtigt, da sie alleine infolge des Wirksamwerdens des Beherrschungsvertrags erwartet werden.

#### 4. Finanzergebnis und Steuern

##### *Ermittlung Finanzergebnis*

Das Finanzergebnis der GSW beinhaltet zwei Bestandteile: das Zinsergebnis sowie das Beteiligungsergebnis.

Die von der Gesellschaft erstellte Planungsrechnung enthält ein Zinsergebnis, das auf den Konditionen des aktuellen Kreditportfolios sowie geplanter Entwicklungen im Immobilienportfolio, jedoch nicht einer integrierten Finanzbedarfsplanung basiert. Im Rahmen der Bewertung der GSW haben wir deshalb diese Planung durch eine integrierte Finanzbedarfsplanung ersetzt, die ausgehend von der Konzernbilanz zum 31.12.2013 die Ergebnis- und Investitionsplanung, die Finanzierungsstruktur sowie Ausschüttungsannahmen berücksichtigt.

Bei der Ableitung des Zinsergebnisses haben wir grundsätzlich die Finanzierungsannahmen der Gesellschaft berücksichtigt. So haben wir insbesondere die aktuellen Darlehenskonditionen, Regeltilgungen sowie mit Abverkäufen aus dem Immobilienportfolio verbundene Sondertilgungen berücksichtigt. Insgesamt wurde der resultierende durchschnittliche Zinssatz für Immobiliendarlehen leicht ansteigend von rund 3,7 % in 2014 auf rund 3,8 % in 2016 geplant. Neben den Zinsaufwendungen aus Immobiliendarlehen enthält das Zinsergebnis weiterhin Zinserträge aus liquiden Mitteln, Zinsaufwendungen aus Finanzierungsleasing und Pensionen, Vorfälligkeitsentschädigungen sowie Zinseffekte aus der Aufzinsung von Darlehen und Amortisierung von kapitalisierten Finanzierungskosten.

Die direkten Beteiligungen der GSW an der Siwoge 1992 Siedlungsplanung und Wohnbauten Gesellschaft mbH und an der GSZ Gebäudeservice und Sicherheitszentrale GmbH werden als Gemeinschaftsunternehmen nicht vollkonsolidiert, weshalb die Ergebnisanteile der Gesellschaften im Beteiligungsergebnis erfasst werden. Die geplanten Beteiligungserträge aus der Siwoge 1992 Siedlungsplanung und Wohnbauten Gesellschaft mbH bemessen sich an dem anteiligen geplanten Jahresergebnis für die Gesellschaft. Die Beteiligungserträge der GSZ Gebäudeservice und Sicherheitszentrale GmbH wurden auf Basis der Ausschüttungen im Geschäftsjahr 2013 fortentwickelt.

Daneben wurden geringfügige Ergebnisbeiträge der nicht konsolidierten direkten und indirekten Beteiligungen der GSW an der Zisa Verwaltungs GmbH, GSW Berliner Asset Invest Verwaltungs GmbH, GSW Berliner Asset Invest GmbH & Co. KG sowie der Zisa Beteiligungs GmbH im Beteiligungsergebnis berücksichtigt. Mangels einer Einzelplanung für die jeweiligen Gesellschaften wurden die anteiligen Ergebnisbeiträge der Gesellschaften von der GSW auf Basis des Jahresüberschusses der Gesellschaften im Geschäftsjahr 2013 konstant fortgeschrieben.

Die GSW hält darüber hinaus Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften, welche sich aktuell sämtlich in Liquidation befinden. Beteiligungserträge aus diesen Gesellschaften wurden daher nur für das Budgetjahr 2014 in der Planung berücksichtigt; die erwarteten Ergebnisse aus der Liquidation wurden als Sonderwert erfasst (vgl. Abschnitt E.III).

#### *Ermittlung Unternehmensteuern*

Die GSW hat nur eine vereinfachte Planung der Unternehmensteuern vorgenommen. Aufgrund der Neuberechnung des Finanzergebnisses wurden die Unternehmensteuern von uns neu ermittelt.

Ausgehend vom Konzernergebnis vor Steuern haben wir jeweils für die Organschaft der GSW (als Organträger) mit ihren operativ tätigen Organgesellschaften sowie für die Facilita ein Ergebnis vor Steuern abgeleitet. Hierbei wurden steuerliche Abschreibungen auf den Immobilienbestand sowie Differenzen zwischen geplanten und steuerlichen Aufwandspositionen berücksichtigt. Für die anderen operativen und geplanten Tochtergesellschaften der GSW, die nicht in dem Organkreis enthalten sind, erwartet die Gesellschaft insgesamt kein positives steuerliches Ergebnis, weshalb aus Gründen der Wesentlichkeit für diese Gesellschaften keine Unternehmensteuern ermittelt wurden.

Bei der Berechnung der Unternehmensteuern wurde jeweils ein Körperschaftsteuersatz inkl. Solidaritätszuschlag in Höhe von 15,83 % angesetzt. Die Gewerbesteuer für die ertragsteuerliche Organschaft der GSW (als Organträger) mit ihren operativ tätigen Organgesellschaften sowie für die Facilita wurde mit einem Gewerbesteuersatz von rund 14,35 % berechnet. Dieser basiert auf dem Gewerbesteuerhebesatz der Stadt Berlin von 410 %. Bei der Berechnung der gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage wurden Hinzurechnungen und Kürzungen nach §§ 8 und 9 GewStG vorgenommen. Unter Berücksichtigung des Freibetrags wurden nach § 8 Nr. 1a GewStG Entgelte für Schulden hinzugerechnet. Dabei wurde berücksichtigt, dass die Regelungen der Zinsschranke nach § 4h Abs. 2c EStG greifen, da die Escape-Klausel in der Vergangenheit genutzt werden konnte.

Bei der GSW bestanden zum 26.11.2013 körperschaft- und gewerbesteuerliche Verlustvorträge. Die zum 26.11.2013 bestehenden körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge belaufen sich auskunftsgemäß auf rund 1.539 Mio. EUR, die gewerbesteuerlichen Verlustvorträge auf rund 1.468 Mio. EUR. Mit dem Erwerb von mehr als 90 % der Aktien der GSW durch die Deutsche Wohnen am 27.11.2013 geht die Gesellschaft aktuell von einem Untergang der auf Ebene der GSW bestehenden Verlustvorträge aus, da nach Auskunft der GSW dieser Erwerb einen schädlichen Anteilseignerwechsel im Sinne von § 8c KStG darstellt. Jedoch erwartet die Gesellschaft, durch die Nutzung der sog. Verschonungsregel nach § 8c Abs. 1 Satz 6 KStG durch Hebung stiller steuerpflichtiger Reserven rund 0,7 Mrd. EUR erhalten zu können. Diese potenziell verbleibenden Verlustvorträge wurden von uns im Rahmen der Steuerberechnung berücksichtigt.

#### *Ermittlung Minderheitenanteile*

Da die GSW nicht an allen planerisch voll konsolidierten Konzerngesellschaften zu 100 % beteiligt ist, steht ein Anteil des geplanten Konzernergebnisses den restlichen An-



teilseignern zu. Seitens der GSW wurde kein Minderheitenanteil geplant. Wir haben diesen daher in Abstimmung mit der Gesellschaft vereinfachend auf Basis des prozentualen Minderheitenanteils am Konzernergebnis 2013 für die Planjahre 2014 bis 2016 ermittelt.

## **5. Nachhaltiges Ergebnis**

Zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses haben wir die Planungsrechnung der GSW in Abstimmung mit der Gesellschaft bis zum Jahr 2063 („erweiterter Planungszeitraum“) fortentwickelt, um ein normalisiertes nachhaltiges Ergebnis abzuleiten. Der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses liegen dabei folgende Überlegungen zugrunde:

Die Fortschreibung der Sollmieten ab dem Planjahr 2017 basiert auf einer mit der Gesellschaft abgestimmten Mietenplanung, in die verschiedene Effekte eingeflossen sind. Zunächst hat die Analyse der Sollmietenplanung des Bestandsportfolios der GSW gezeigt, dass zum 31.12.2014 durchschnittliche Sollmieten unterhalb der Marktmiete erwartet werden. Auf Basis der uns vorliegenden Informationen gehen wir von einer Differenz zwischen den geplanten Sollmieten und den durchschnittlichen Marktmieten von rund 12,1 % aus. Eine Aufholung der Sollmieten auf das Marktniveau erfolgt daher über den erweiterten Planungszeitraum anhand eines geplanten Mieterwechsels („Unit Turn“) als wesentliche Voraussetzung für eine Anpassung der Mieten auf ein Marktniveau. Die Gesellschaft hält hierbei einen durchschnittlichen Unit Turn von rund 8 % p. a. für realistisch.

Der Planung der Zuschüsse aus der Wohnungsförderung liegen für die Jahre 2017 bis 2029 die bereits abgeschlossenen Vereinbarungen zu Grunde. Unter der Annahme, dass keine weiteren Förderabreden im Planungsverlauf getroffen werden können, wird die Zuschussplanung im Geschäftsjahr 2029 auslaufen.

Die Erlösschmälerungen aus Leerstand werden in dem erweiterten Planungszeitraum grundsätzlich mit einer Quote in Relation zu den Sollmieten in Höhe von rund 2,5 % p. a. fortentwickelt. Zur Fortschreibung des Inkassoergebnisses für die Geschäftsjahre 2017 ff. haben wir in Abstimmung mit der GSW grundsätzlich eine Quote in Relation zu den Sollmieten in Höhe von rund 2,0 % p. a. berücksichtigt. Die nicht umlagefähigen Betriebskosten sowie die Instandhaltungskosten wurden im erweiterten Planungszeitraum grundsätzlich unter Berücksichtigung von Portfolioentwicklungen sowie einer Wachstumsrate in Höhe von 1,0 % p. a. fortgeschrieben. Die Aktivierungsquote der Instandhaltungen wurde dabei aus Gründen der Vergleichbarkeit mit der Deutsche Wohnen über den erweiterten Planungszeitraum auf das Niveau der Deutsche Wohnen reduziert.

Die Fortschreibung der sonstigen Aufwendungen und Erträge erfolgt im erweiterten Planungszeitraum grundsätzlich unter Zugrundelegung einer Wachstumsrate in Höhe von 1,0 % p. a.



Die Gesellschaft beabsichtigt, im Jahr 2017 insgesamt 449 Wohneinheiten mit einer Gesamtwohnfläche von 28.273 m<sup>2</sup> zu veräußern. Das korrespondierende Ergebnis aus Verkauf wurde entsprechend im Jahr 2017 des erweiterten Planungszeitraums berücksichtigt. Für die Folgejahre wurden seitens der Gesellschaft keine Verkäufe mehr geplant. Die Effekte aus der Veräußerung der Wohneinheiten wurden bei der Fortschreibung der Ertrags- und Aufwandspositionen im Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung berücksichtigt.

Die Verwaltungskosten wurden im erweiterten Planungszeitraum grundsätzlich auf Basis einer Wachstumsrate von 1,0 % p. a. fortentwickelt.

Die Abschreibungen wurden auf Basis des Jahres 2016 ebenfalls mit einer Wachstumsrate von 1,0 % p. a. fortgeschrieben.

Das Finanzergebnis wurde unter Berücksichtigung der Finanzierungsbedingungen zum Ende des Detailplanungszeitraums sowie der aktuellen Prolongationsstruktur fortentwickelt. Dabei wurde langfristig ein Zinssatz für Immobiliendarlehen in Höhe von 4,00 % berücksichtigt, der eine aus aktuellen Finanzierungsbedingungen der Gesellschaft abgeleitete Marge von 150 Basispunkten über dem einheitlichen Basiszinssatz von 2,50 % reflektiert.

Vor dem Hintergrund des Verbrauchs der nutzbaren steuerlichen Verlustvorträge und der Reduzierung der steuerlichen Abschreibungen ergibt sich ein Anstieg der Unternehmenssteuern im erweiterten Planungszeitraum.

Das Ergebnis für die Jahre 2064 ff. wurde ausgehend vom Planjahr 2063 grundsätzlich unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate von 1,0 % fortgeschrieben.

Aus Darstellungsgründen wurden die Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung für den erweiterten Planungszeitraum 2017 bis 2063 sowie für die Jahre 2064 ff. barwertäquivalent in ein annuitätisches nachhaltiges Ergebnis für die Jahre 2017 ff. umgerechnet. Eine Darstellung der Gewinn- und Verlustrechnung inklusive des erweiterten Planungszeitraums und der Jahre 2064 ff. findet sich in Anlage 1.

<b>Plan-Gewinn- und Verlustrechnung inkl. Synergien GSW Immobilien AG</b>	<b>2014 Budget Mio. EUR</b>	<b>2015 Plan Mio. EUR</b>	<b>2016 Plan Mio. EUR</b>	<b>2017 ff. Nachhaltig Mio. EUR</b>
<b>Sollmieten</b>	<b>258,8</b>	<b>260,4</b>	<b>261,4</b>	<b>268,0</b>
Erlösschmälerungen	-6,6	-6,7	-6,6	-6,7
<b>Vertragsmieten</b>	<b>252,2</b>	<b>253,7</b>	<b>254,8</b>	<b>261,3</b>
Inkasso	-5,2	-5,3	-5,2	-5,3
Nicht umlagefähige Betriebskosten	-4,2	-3,4	-2,2	-1,7
Instandhaltung	-23,7	-23,8	-23,0	-34,2
Sonstiges	-6,3	-4,7	-3,0	-2,8
<b>Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>-39,3</b>	<b>-37,1</b>	<b>-33,4</b>	<b>-44,0</b>
Facilita	1,6	2,3	2,6	2,4
<b>Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>214,5</b>	<b>218,9</b>	<b>224,0</b>	<b>219,7</b>
Verkaufserlöse	50,0	41,8	41,8	1,2
Verkaufskosten	-5,7	-5,3	-5,2	-0,2
Buchwertabgang	-34,4	-29,0	-29,0	-0,9
<b>Ergebnis aus Verkauf</b>	<b>9,9</b>	<b>7,5</b>	<b>7,6</b>	<b>0,2</b>
Verwaltungskosten	-45,9	-44,3	-41,0	-39,5
Sonstige Aufwendungen und Erträge	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Sonstige Aufwendungen und Erträge</b>	<b>-46,2</b>	<b>-44,3</b>	<b>-41,0</b>	<b>-39,5</b>
<b>EBITDA</b>	<b>178,3</b>	<b>182,1</b>	<b>190,7</b>	<b>180,4</b>
Abschreibungen	-1,0	-0,8	-0,5	-0,5
<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>EBT</b>	<b>94,9</b>	<b>101,2</b>	<b>110,2</b>	<b>111,4</b>
Ertragsteuern	-3,7	-4,1	-5,2	-17,9
<b>Konzernergebnis</b>	<b>91,2</b>	<b>97,1</b>	<b>105,0</b>	<b>93,5</b>
Minderheitenanteil am Konzernergebnis	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
<b>Konzernergebnis nach Minderheiten</b>	<b>91,0</b>	<b>97,0</b>	<b>104,8</b>	<b>93,4</b>

## 6. Zu diskontierende Ergebnisse

Für die Darstellung im Rahmen dieser gutachtlichen Stellungnahme wurden die bis zum Jahr 2064 ff. ermittelten zu diskontierenden Ergebnisse barwertäquivalent in ein für die Jahre 2017 ff. nachhaltig anzusetzendes zu diskontierendes Ergebnis (Annuität) umgerechnet. Die erwarteten zu diskontierenden Ergebnisse für die Jahre 2014 bis 2017 ff. stellen sich wie folgt dar:

<b>Zu diskontierende Ergebnisse GSW Immobilien AG</b>	<b>2014 Budget Mio. EUR</b>	<b>2015 Plan Mio. EUR</b>	<b>2016 Plan Mio. EUR</b>	<b>2017 ff. Nachhaltig Mio. EUR</b>
<b>Konzernergebnis 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
Nachhaltige Thesaurierung				-2,3
Dividendenausschüttung	61,0	64,9	69,3	55,0
Wertbeitrag aus fiktiver Thesaurierung	0,0	0,0	0,0	34,8
Abgeltungssteuer auf Dividendenausschüttung	-16,1	-17,1	-18,3	-14,5
Kursgewinnsteuer auf fiktive Thesaurierung	0,0	0,0	0,0	-4,6
<b>Zu diskontierende Ergebnisse</b>	<b>44,9</b>	<b>47,8</b>	<b>51,0</b>	<b>70,7</b>

Eine Darstellung der zu diskontierenden Ergebnisse inklusive des erweiterten Planungszeitraums und der Jahre 2064 ff. findet sich in Anlage 1.

*Thesaurierung (Innenfinanzierung), Dividendenausschüttung und Wertbeitrag aus fiktiver Thesaurierung*

In Abstimmung mit der Gesellschaft wurde über den Detailplanungszeitraum eine Dividendenausschüttungsquote in Höhe von 60 % des Funds from Operations vor Verkauf („FFO ohne Verkauf“) angesetzt, welche wir auch für den erweiterten Planungszeitraum übernommen haben. Der FFO ohne Verkauf beschreibt den Mittelzufluss des Unternehmens aus operativer Tätigkeit vor Veräußerungsergebnis.

Der nach Dividendenausschüttung verbleibende Konzernjahresüberschuss nach Minderheiten wurde im Detailplanungszeitraum für Zwecke der Innenfinanzierung vollständig bilanziell thesauriert. Im erweiterten Planungszeitraum 2017 bis 2063 wurde der nach Innenfinanzierung verbleibende Teil der nicht als Dividende ausgeschütteten Ergebnisse unmittelbar den Aktionären als Wertbeitrag aus fiktiver Thesaurierung zugerechnet.

Die Vorgehensweise der unmittelbaren Zurechnung der thesaurierten Mittel beim Anteilseigner wird aus Vereinfachungsgründen gewählt. Alternativ könnte wertgleich eine unternehmensinterne Wiederanlage in Höhe der fiktiven Thesaurierung zum Kapitalisierungszinssatz vor den auf Unternehmensebene anfallenden Steuern angenommen werden.

*Thesaurierung für nachhaltiges Wachstum*

Das nach Ende des erweiterten Planungszeitraums im nachhaltigen Ergebnis 2064 ff. berücksichtigte Wachstum von 1,0 % geht mit einem Wachstum der Bilanz einher. Die zur Finanzierung dieses Wachstums notwendigen Mittel werden thesauriert und stehen somit nicht für Ausschüttungen an die Anteilseigner zur Verfügung. Die Höhe der nachhaltigen Thesaurierung bemisst sich nach der Höhe der Wachstumsrate bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital zum Ende des erweiterten Planungszeitraums.

Der für die Jahre 2064 ff. nach Abzug der nachhaltigen Thesaurierung verbleibende Konzernjahresüberschuss nach Minderheiten (Bruttoausschüttung) wurde unter Berücksichtigung des historischen Ausschüttungsverhaltens börsennotierter, mit der GSW vergleichbarer Unternehmen in einen Wertbeitrag aus Dividendenausschüttung und einen Wertbeitrag aus fiktiver Thesaurierung aufgeteilt.

*Persönliche Einkommensteuer*

Bei der Ableitung der persönlichen Einkommensteuer sind die steuerlichen Konsequenzen für die Beträge zu berücksichtigen, die ausgeschüttet bzw. bilanziell oder fiktiv thesauriert werden.

Zur Berechnung der persönlichen Einkommensteuern auf die Dividendenausschüttungen wurde ein persönlicher Einkommensteuersatz (Abgeltungssteuer) inkl. Solidaritätszuschlag in Höhe von rund 26,38 % verwendet. Dabei haben wir uns bei der Ableitung der

Dividendenausschüttungen davon überzeugt, dass die Dividendenausschüttungen der GSW an ihre Anteilseigner nicht als steuerfreie Einlagenrückgewähr erfolgen können.

Hinsichtlich des Wertbeitrags der fiktiven Thesaurierung wird unterstellt, dass diese den Aktionären unmittelbar unter Abzug der Kursgewinnsteuer zufließt. Sämtliche Gewinne aus der Veräußerung von Wertpapieren bzw. Unternehmensanteilen, die nach dem 01.01.2009 erworben wurden, unterliegen der Abgeltungsteuer inkl. Solidaritätszuschlag von rund 26,38 %. Typisierend kann angenommen werden, dass Veräußerungsgewinne erst in ferner Zukunft realisiert und besteuert werden. Die effektive steuerliche Belastung der Kursgewinne wird aufgrund dieses Steuerstundungseffekts tendenziell unter jener von Dividenden liegen. Unter Berücksichtigung einer sehr langen Haltedauer wurde eine effektive Kursgewinnsteuer auf die fiktiv thesaurierten Beträge in Höhe der hälftigen Abgeltungssteuer mit rund 13,19 % in Abzug gebracht.

Die zu diskontierenden Ergebnisse ergeben sich aus der Summe der Dividendenausschüttungen (abzüglich Abgeltungsteuer) und dem Wertbeitrag aus fiktiver Thesaurierung (abzüglich Kursgewinnsteuer).

## II. Ertragswert des operativen Geschäfts

Die prognostizierten zu diskontierenden Ergebnisse wurden unmittelbar auf den Bewertungsstichtag 18.06.2014 diskontiert. Es ergibt sich ein Ertragswert der GSW zum 18.06.2014 in Höhe von rund 1.964,7 Mio. EUR.

<b>Ertragswert</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017 ff.</b>
GSW Immobilien AG	Budget	Plan	Plan	Nachhaltig
	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
<b>Zu diskontierende Ergebnisse</b>	<b>44,9</b>	<b>47,8</b>	<b>51,0</b>	<b>70,7</b>
Kapitalisierungszinssatz	4,54%	4,51%	4,48%	3,45%
Barwertfaktor	0,9764	0,9343	0,8943	25,8878
Barwerte - pro Jahr	43,9	44,6	45,6	1.830,6
<b>Ertragswert</b>	<b>18.06.2014</b>	<b>1.964,7</b>		

Eine Darstellung des Ertragswerts inklusive Ausweis des erweiterten Planungszeitraums findet sich in Anlage 1.

## III. Sonderwerte

Nach Auskunft der GSW verfügt die Gesellschaft über nicht betriebsnotwendiges Vermögen, das von uns als Sonderwert berücksichtigt wurde. Nicht in der Planung abgebildete Beteiligungen sowie das auskunftsgemäß bestehende Körperschaftsteuerguthaben wurden ebenfalls als Sonderwerte berücksichtigt.

### *Beteiligungen*

Die GSW besitzt Beteiligungen, welche aus Wesentlichkeitsgründen nicht in der Planungsrechnung berücksichtigt wurden und deshalb als Sonderwert zu behandeln sind.

Bei diesen Beteiligungen handelt es sich um die DCM GmbH & Co. KG Renditefonds 506 KG, DCM GmbH & Co. KG Renditefonds 507 KG, DCM GmbH & Co. KG Renditefonds 508 KG, DCM GmbH & Co. KG Renditefonds 510 KG und einer Minderheitsbeteiligung an der STRABAG Residential Property Services GmbH. Daneben wurden noch Minderheitsbeteiligungen an in Liquidation befindlichen Grundstücksgesellschaften berücksichtigt.

Die Stadtentwicklungsgesellschaft Eldenaer Straße mbH befindet sich ebenfalls in Liquidation. Nach Auskunft der GSW sind jedoch alle wesentlichen Vermögenswerte und Schulden bereits im Geschäftsjahr 2013 auf andere Gesellschaften der GSW übergegangen, weshalb diese nicht gesondert bewertet wurde.

Der Ansatz des jeweiligen Sonderwerts der genannten Beteiligungen erfolgt mit dem Buchwert der Beteiligung bzw. mit dem anteiligen Eigenkapital der Gesellschaft, falls dieses ermittelbar und höher war als der anteilige Buchwert. Die in Liquidation befindlichen Fondsgesellschaften wurden mit ihren erwarteten Liquidationserlösen bewertet. Die so ermittelten Sonderwerte sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst.

<b>Sonderwert Beteiligungen</b>	
GSW	in Mio. EUR
DCM GmbH & Co. KG Renditefonds 506 KG	0,0
DCM GmbH & Co. KG Renditefonds 507 KG	0,3
DCM GmbH & Co. KG Renditefonds 508 KG	0,1
DCM GmbH & Co. KG Renditefonds 510 KG	0,3
Minderheitsbeteiligungen (teilweise in Liquidation)	4,9
<b>Sonderwert Beteiligungen</b>	<b>5,6</b>

### *Nicht betriebsnotwendiges Vermögen*

Nach Auskunft der GSW verfügt die Gesellschaft über nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Dieses umfasst Kunstgegenstände, Architekturmodelle sowie unbebaute Grundstücke.

Die Kunstgegenstände umfassen im Wesentlichen Gemälde. Der Wert der Kunstgegenstände und Architekturmodelle wurde von der Gesellschaft mit insgesamt rund 0,1 Mio. EUR abgeschätzt. Die unbebauten Grundstücke werden zum einen Teil als Finanzinvestitionen und zum anderen als zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte bilanziert. Der Verkehrswert dieser Grundstücke beläuft sich zum 31.12.2013 auf rund 19,0 Mio. EUR. Das auskunftsgemäß bestehende nicht betriebsnotwendige Vermögen wurde insgesamt mit rund 19,1 Mio. EUR berücksichtigt.

#### *Körperschaftsteuerguthaben*

Das bei der GSW auskunftsgemäß zum 31.12.2013 bestehende Körperschaftsteuerguthaben in Höhe von rund 2,5 TEUR wurde im Rahmen der Bewertung als Sonderwert angesetzt. Dieses wurde auf den Bewertungsstichtag aufgezinst und in Höhe von 2,5 TEUR bzw. rund 0,0 Mio. EUR als Sonderwert berücksichtigt.

Die als Sonderwerte angesetzten Vermögenswerte sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst. Zum 18.06.2014 belaufen sich die Sonderwerte insgesamt auf rund 24,7 Mio. EUR.

<b>Sonderwerte</b>		
GSW Immobilien AG		in Mio. EUR
Beteiligungen		5,6
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen		19,1
Körperschaftsteuerguthaben		0,0
<b>Sonderwerte</b>	<b>18.06.2014</b>	<b>24,7</b>

#### **IV. Unternehmenswert und Wert je Aktie**

Wir haben zum Bewertungsstichtag 18.06.2014 einen Unternehmenswert in Höhe von rund 1.989,4 Mio. EUR und einen Wert je Aktie der GSW in Höhe von 35,10 EUR ermittelt.

<b>Wertübersicht</b>		
GSW Immobilien AG		in Mio. EUR
<b>Ertragswert</b>	<b>18.06.2014</b>	<b>1.964,7</b>
Sonderwerte	18.06.2014	24,7
<b>Unternehmenswert</b>	<b>18.06.2014</b>	<b>1.989,4</b>
Anzahl der Aktien (in 1.000)		56.677
<b>Wert je Aktie in EUR</b>	<b>18.06.2014</b>	<b>35,10</b>

## F. BEWERTUNG DER DEUTSCHE WOHNEN

### I. Ableitung der zu diskontierenden Ergebnisse

#### 1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse

Für Zwecke einer Unternehmensbewertung sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse einmalige oder außergewöhnliche Effekte zu bereinigen. Die folgende Tabelle zeigt alle wesentlichen identifizierten Einmal- und Sondereffekte, die in den Geschäftsjahren 2011 bis 2013 das Periodenergebnis beeinflusst haben.

Vergangenheitsbereinigung Deutsche Wohnen AG (ohne GSW)	2011	2012	2013	2011			2012			2013		
	Ist Mio. EUR	Ist Mio. EUR	Ist Mio. EUR	Bereinigung Mio. EUR	Bereinigung Mio. EUR	Bereinigung Mio. EUR	Ist bereinigt Mio. EUR					
<b>Sollmieten</b>	<b>204,1</b>	<b>247,8</b>	<b>366,7</b>				<b>204,1</b>	<b>247,8</b>	<b>366,7</b>			
Erlösschmälerungen	-7,8	-7,8	-13,2				-7,8	-7,8	-13,2			
<b>Vertragsmieten</b>	<b>196,4</b>	<b>240,1</b>	<b>353,5</b>				<b>196,3</b>	<b>240,0</b>	<b>353,5</b>			
Inkasso	-1,9	-3,0	-4,0				-1,9	-3,0	-4,0			
Nicht umlagefähige Betriebskosten	-5,8	-4,1	-8,9				-5,8	-4,1	-8,9			
Instandhaltung	-29,6	-34,7	-58,1				-29,6	-34,7	-58,1			
Sonstiges	-1,7	-3,9	-6,2				-1,7	-3,9	-6,2			
<b>Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>-39,0</b>	<b>-45,7</b>	<b>-77,2</b>				<b>-39,0</b>	<b>-45,7</b>	<b>-77,2</b>			
<b>Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>157,4</b>	<b>194,4</b>	<b>276,4</b>				<b>157,4</b>	<b>194,4</b>	<b>276,4</b>			
Verkaufserlöse	150,6	167,8	164,3				150,6	167,8	164,3			
Verkaufskosten	-8,3	-11,8	-9,4				-8,3	-11,8	-9,4			
Buchwertabgang	-131,7	-136,1	-131,9				-131,7	-136,1	-131,9			
<b>Ergebnis aus Verkauf</b>	<b>10,6</b>	<b>19,9</b>	<b>22,9</b>				<b>10,6</b>	<b>19,9</b>	<b>22,9</b>			
Verwaltungskosten	-33,0	-40,4	-48,1				-33,0	-40,4	-48,1			
Sonstige Aufwendungen und Erträge	-2,3	-3,2	-5,3	2,5	0,7	2,8	0,2	-2,5	-2,5			
Projektkosten	0,0	15,9	-17,2		-15,9	17,2	0,0	0,0	0,0			
<b>Sonstige Aufwendungen und Erträge</b>	<b>-35,3</b>	<b>-27,7</b>	<b>-70,6</b>				<b>-32,8</b>	<b>-42,9</b>	<b>-50,5</b>			
<b>Ergebnis aus Pflege und Betreutes Wohnen</b>	<b>9,2</b>	<b>9,9</b>	<b>13,2</b>				<b>9,2</b>	<b>9,9</b>	<b>13,2</b>			
<b>EBITDA</b>	<b>142,0</b>	<b>196,5</b>	<b>241,9</b>				<b>144,4</b>	<b>181,3</b>	<b>262,0</b>			
Abschreibungen	-3,0	-3,1	-5,5				-3,0	-3,1	-5,5			
Ergebnis aus Fair-Value-Anpassungen *	40,0	119,2	100,7	-40,0	-119,2	-100,7	0,0	0,0	0,0			
<b>EBIT</b>	<b>179,0</b>	<b>312,6</b>	<b>337,0</b>				<b>141,4</b>	<b>178,2</b>	<b>256,5</b>			

\* betreffen das Ergebnis aus der Fair-Value-Anpassung der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien

Die Bereinigungen der sonstigen Aufwendungen und Erträge im Geschäftsjahr 2011 betreffen im Wesentlichen Beratungsaufwand im Vorfeld der BauBeCon-Akquisition in 2012 in Höhe von rund -1,7 Mio. EUR sowie Gerichtskosten und Prozesskostenrückstellungen im Rahmen der Auseinandersetzung mit der RREEF Management GmbH in Höhe von rund -0,9 Mio. EUR.

Die Bereinigungen im Geschäftsjahr 2012 beinhalten rund -0,4 Mio. EUR für Portfolioakquisitionskosten, rund -0,2 Mio. EUR für Kosten aus Kapitalerhöhungen im Rahmen von Portfolioakquisitionen sowie rund -0,1 Mio. EUR aus der Übernahme von Buchungsständen aus dem BauBeCon-Erwerb.

Im Geschäftsjahr 2013 wurden im Wesentlichen rund -3,7 Mio. EUR Aufwendungen aus der LebensWerk-Akquisition, rund 1,2 Mio. EUR Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen und sonstigen Verbindlichkeiten aus Verjährungen sowie rund -0,3 Mio. EUR Aufwand aus einer Aufhebungsvereinbarung im Zusammenhang mit dem Erwerb des BauBeCon-Portfolios bereinigt.



Unter Projektkosten werden von der Deutsche Wohnen insbesondere Einmalaufwendungen im Zusammenhang mit Akquisitionen ausgewiesen. Aufgrund ihres außerordentlichen bzw. Einmalcharakters haben wir diese Position für die Vergangenheitsjahre bereinigt. Im Geschäftsjahr 2012 haben wir Transaktionskosten, die im Zusammenhang mit dem BauBeCon-Erwerb in Höhe von rund -3,2 Mio. EUR angefallen sind, sowie rund -1,2 Mio. EUR Kosten für die Integration der BauBeCon-Bestände bereinigt. Für das Geschäftsjahr 2012 wurden zudem Erträge im Zusammenhang mit dem Abschluss des Vergleichs zwischen der Deutsche Wohnen und der RREEF Management GmbH in Höhe von rund 20,3 Mio. EUR bereinigt. Die Projektkosten im Geschäftsjahr 2013 umfassen Aufwendungen in Höhe von rund -18,9 Mio. EUR, die aus der Übernahme der GSW resultieren. Neben dieser Position haben wir per Saldo rund 1,7 Mio. EUR sonstige Erträge bereinigt, die im Wesentlichen aus der Auflösung einer Rückstellung für Rechtsstreitigkeiten resultieren.

Ebenso haben wir das Bewertungsergebnis aus der Fair-Value-Anpassung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien für die Vergangenheitsjahre bereinigt, um den Vergleich mit den Planjahren nicht zu verzerren, da eine Fair-Value-Anpassung von der Gesellschaft nicht geplant wird.

## **2. Operative Planung der Deutsche Wohnen**

Die Unternehmensbewertung zum 18.06.2014 basiert auf der von der Deutsche Wohnen erstellten Mittelfristplanung für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016. Die uns übergebenen Unterlagen zu dieser Planung haben wir auf Plausibilität hin analysiert. Dazu haben wir zunächst den Aufbau der Planung systematisch nachvollzogen. Die Planungsprämissen und die resultierenden Planungsrechnungen haben wir eingehend mit dem Vorstand der Deutsche Wohnen und den zuständigen Mitarbeitern diskutiert. Die grundsätzliche Eignung der Planungsrechnung als Bewertungsgrundlage haben wir wie folgt überprüft:

### *Planungsprozess und Verantwortlichkeit für die Planung*

Die Mittelfristplanung der Deutsche Wohnen umfasst drei Jahre, das jeweils nächste zum 1. Januar beginnende Geschäftsjahr, welches im Rahmen einer Budgetplanung verabschiedet wird, sowie die Planung für zwei weitere darauf aufbauende Geschäftsjahre.

Der Prozess zur Erstellung der Budgetplanung beginnt üblicherweise im September und findet im Januar des Folgejahres mit der Billigung des Budgetplans durch den Aufsichtsrat seinen Abschluss. Die Fortschreibung des Budgetplans für zwei weitere Geschäftsjahre erfolgt durch die Gesellschaft und wird unterjährig weiterentwickelt.

Die Budgetplanung des Ergebnisses aus der Wohnungsbewirtschaftung, des Ergebnisses aus Verkauf sowie des Ergebnisses aus Pflege und Betreutes Wohnen erfolgt in enger Abstimmung der einzelnen Fachabteilungen und des Controllings im Rahmen eines bottom-

up Ansatzes. Die Planung der Verwaltungskosten sowie die Planung der Investitionen erfolgt ebenfalls unter Einbeziehung aller Fachbereiche.

Auf den Erkenntnissen der laufenden Budgeterstellung aufsetzend, erfolgt die Planung für die zwei folgenden Geschäftsjahre. Für die wesentlichen Umsatzfelder Wohnungsbewirtschaftung und Verkauf wird ebenfalls auf einen detaillierten bottom-up Ansatz aufgesetzt. Die Planung erfolgt hierbei grundsätzlich durch das Controlling der Deutsche Wohnen in enger Abstimmung mit den einzelnen Fachbereichen. Hierbei fließen strategische Überlegungen (wie z. B. Veränderungen der Portfoliostruktur) ein. Die Planung des Geschäftsfelds Pflege und Betreutes Wohnen erfolgt durch die Geschäftsführung der Unternehmenseinheit KATHARINENHOF. Die Planung der Abschreibungen, Zinsen und Steuern ist im Aufgabenbereich der Abteilungen Corporate Finance und Finance angesiedelt.

Die Planung des Budgetjahres bildet die Grundlage für den kurzfristigen Unternehmensausblick – auch in der externen Kommunikation. Die Deutsche Wohnen veröffentlicht jedoch keine Umsatz- oder Ergebnisprognosen, die über das Budgetjahr hinausgehen. So dient die Mittelfristplanung ausschließlich internen Steuerungszwecken.

#### *Aktualität der Planung*

Damit für die Wertableitung zum Bewertungsstichtag 18.06.2014 eine Unternehmensplanung Berücksichtigung findet, die die aktuellen Entwicklungen der Deutsche Wohnen abbildet, wurde von der Gesellschaft eine aktualisierte Mittelfristplanung vorgelegt. Auf diese Weise ist gewährleistet, dass die aktuellsten Erkenntnisse in der Planung berücksichtigt wurden und eine Unternehmensplanung der Bewertung zugrunde gelegt wird, die aus heutiger Sicht die aktuellsten Abschätzungen der vom Management erwarteten zukünftigen Geschäftsentwicklung zum relevanten Bewertungsstichtag abbildet.

Die aktualisierte Mittelfristplanung wurde vom Vorstand der Deutsche Wohnen am 15.04.2014 verabschiedet und dem Aufsichtsrat zur Kenntnisnahme vorgelegt.

#### *Aufbau und Vollständigkeit der Planung*

Die konsolidierte Planungsrechnung der Deutsche Wohnen besteht aus einer Ergebnisrechnung sowie einer vereinfachten Bilanzplanung für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016.

Die uns vorgelegte Planungsrechnung enthält eine Planung der Erträge und Aufwendungen bis zum Jahresüberschuss auf Basis des Gesamtkostenverfahrens. Ausgehend von der operativen Planung des EBITDA sowie der vorliegenden Investitionsplanung wurden die Abschreibungen, das Finanzergebnis und die Unternehmensteuern von der Gesellschaft geplant.

Die von der Gesellschaft erstellte Planung des Finanzergebnisses enthält ein Zinsergebnis, das auf einer auf der Mittelfristplanung aufsetzenden Finanzbedarfsplanung, jedoch nicht

auf einer integrierten Finanzbedarfsplanung basiert. Die Bilanz und der Finanzierungsbedarf wurden daher von uns in Abstimmung mit der Deutsche Wohnen neu geplant. Aufsattpunkt hierfür war die Teil-Konzernbilanz der Deutsche Wohnen vor Konsolidierung der GSW zum 31.12.2013. Diese wurde von uns unter der Berücksichtigung der Ergebnisrechnung und Investitionsplanung, der Finanzierungsstruktur sowie von Ausschüttungsannahmen für die Planjahre fortentwickelt und auf dieser Basis der Finanzbedarf und das Finanzergebnis sowie die Unternehmensteuern neu berechnet.

#### *Planungstreue*

Zur Beurteilung der Planungstreue der Deutsche Wohnen haben wir die Ist-Zahlen der Geschäftsjahre 2011 bis 2013 mit den für diese Geschäftsjahre von der Gesellschaft verabschiedeten Budgetplanungen verglichen.

Die Abweichungen der in den Geschäftsjahren 2011 bis 2013 tatsächlich erzielten EBITDA zu den entsprechenden Planzahlen sind in der nachfolgenden Tabelle dargestellt:

<b>Soll-Ist-Vergleich</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Deutsche Wohnen AG (ohne GSW)	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
EBITDA - Ist	142,0	196,5	241,9
EBITDA - Budget	130,9	149,7	238,5
Abweichung absolut	11,1	46,8	3,4
Abweichung in %	8,5%	31,3%	1,4%

Die positive Abweichung des Ist-EBITDA von dem geplanten EBITDA im Jahr 2011 resultiert aus einem verstärkten Leerstandsabbau sowie einem Mengeneffekt im Ergebnis aus Verkauf. Insgesamt wurden mehr Einheiten veräußert als ursprünglich angenommen. Darüber hinaus konnten mit den Verkäufen im Durchschnitt höhere Verkaufspreise als geplant realisiert werden. Für das Jahr 2012 lassen sich die Abweichungen zwischen Ist-EBITDA und geplantem EBITDA mehrheitlich durch den in diesem Jahr erfolgten Ankauf des BauBeCon-Portfolios erklären. Dieser führte zu insgesamt gesteigerten Erlös- und Aufwandspositionen. Darüber hinaus führte eine in dieser Höhe nicht antizipierte erhaltene Vergleichszahlung zu einem höheren Ergebnis (vgl. Abschnitt F.I.1). Für das Jahr 2013 ergab sich lediglich ein geringfügiger Unterschied zwischen Ist-EBITDA und geplantem EBITDA, der insbesondere durch den Ankauf weiterer Portfolios erklärbar ist.

Aus den sich ergebenden Plan-Ist-Abweichungen sind keine systematischen planungsmethodischen Diskrepanzen ersichtlich, die die vorgelegte Planung als Grundlage einer Unternehmensbewertung in Frage stellen würden.

### Ergebnisplanung der Deutsche Wohnen

Die Ergebnisplanung der Deutsche Wohnen bis zum EBITDA stellt sich für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 im Vergleich zu den bereinigten Vergangenheitsergebnissen wie folgt dar:

Ergebnisplanung Deutsche Wohnen AG (ohne GSW)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Ist berein. Mio. EUR	Ist berein. Mio. EUR	Ist berein. Mio. EUR	Budget Mio. EUR	Plan Mio. EUR	Plan Mio. EUR
<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>
Erlösschmälerungen	-7,8	-7,8	-13,2	-13,5	-13,3	-13,2
<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>
Inkasso	-1,9	-3,0	-4,0	-4,5	-4,1	-3,9
Nicht umlagefähige Betriebskosten	-5,8	-4,1	-8,9	-8,4	-8,2	-8,0
Instandhaltung	-29,6	-34,7	-58,1	-61,4	-60,0	-59,0
Sonstiges	-1,7	-3,9	-6,2	-8,0	-5,5	-5,4
<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>
<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>
Verkaufserlöse	150,6	167,8	164,3	153,5	96,8	79,6
Verkaufskosten	-8,3	-11,8	-9,4	-10,2	-8,0	-6,7
Buchwertabgang	-131,7	-136,1	-131,9	-123,1	-71,4	-56,4
<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>
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
Projektkosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<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>
<b>Ergebnis aus Pflege und Betreutes Wohnen</b>	<b>9,2</b>	<b>9,9</b>	<b>13,2</b>	<b>15,0</b>	<b>15,0</b>	<b>15,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>144,4</b>	<b>181,3</b>	<b>262,0</b>	<b>272,0</b>	<b>275,6</b>	<b>276,9</b>
Abschreibungen	-3,0	-3,1	-5,5	-5,0	-4,7	-4,6
Ergebnis aus Fair-Value-Anpassungen *	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<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>

\* betreffen das Ergebnis aus der Fair-Value-Anpassung der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien

### Planungsplausibilisierung

Wir haben den Aufbau der Planung rechnerisch nachvollzogen und die dahinter liegenden Annahmen einer kritischen Betrachtung unterzogen. Zielsetzung war dabei insbesondere, die in der Planung angenommenen Entwicklungen mit der Vergangenheit zu verproben und die Stimmigkeit der Annahmen zu hinterfragen. In unserer Analyse der Ertragsplanung haben wir uns an dem Aufbau nach dem Gesamtkostenverfahren orientiert.

### Umsatzerlöse und Segmentergebnisse

Die Deutsche Wohnen erwirtschaftet ihre Umsatzerlöse und Segmentergebnisse in den Geschäftssegmenten Wohnungsbewirtschaftung, Verkauf sowie Pflege und Betreutes Wohnen. Die geplante Entwicklung der Geschäftssegmente ist in den folgenden Tabellen dargestellt:

#### Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung

Das Segment Wohnungsbewirtschaftung umfasst sämtliche Aktivitäten der Deutsche Wohnen im Umfeld der Vermietung von Wohn- und Gewerbeimmobilien. Zum Ende des Geschäftsjahres 2013 besteht das Immobilienportfolio der Deutsche Wohnen aus 90.270 Wohneinheiten, 1.133 Gewerbeeinheiten sowie 22.170 Garagen- und Stellplätzen.

Die Portfolioentwicklung der Deutsche Wohnen im Detailplanungszeitraum stellt sich wie folgt dar:

Portfolio	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Deutsche Wohnen AG (ohne GSW)	Ist	Ist	Ist	Budget	Plan	Plan
Anzahl Einheiten Wohnen (01.01.)	47.688	50.626	72.416	90.270	87.559	86.418
Anzahl Einheiten Wohnen (31.12.) *	50.626	72.416	90.270	87.559	86.418	85.543
<b>Ø Anzahl Einheiten Wohnen</b>	<b>49.157</b>	<b>61.521</b>	<b>81.343</b>	<b>88.915</b>	<b>86.989</b>	<b>85.981</b>
Gesamtfläche Wohnen in Tsd. m <sup>2</sup> (01.01.)	2.906,7	3.076,0	4.424,9	5.514,6	5.336,7	5.256,3
Gesamtfläche Wohnen in Tsd. m <sup>2</sup> (31.12.)	3.076,0	4.424,9	5.514,6	5.336,7	5.256,3	5.195,1
<b>Ø Fläche Wohnen in Tsd. m<sup>2</sup></b>	<b>2.991,3</b>	<b>3.750,4</b>	<b>4.969,7</b>	<b>5.425,6</b>	<b>5.296,5</b>	<b>5.225,7</b>
Gesamtfläche Gewerbe in Tsd. m <sup>2</sup> (01.01.)	79,7	85,3	135,8	179,0	171,0	171,0
Gesamtfläche Gewerbe in Tsd. m <sup>2</sup> (31.12.)	85,3	135,8	179,0	171,0	171,0	171,0
<b>Ø Fläche Gewerbe in Tsd. m<sup>2</sup></b>	<b>82,5</b>	<b>110,6</b>	<b>157,4</b>	<b>175,0</b>	<b>171,0</b>	<b>171,0</b>
<b>Ø Fläche Wohnen + Gewerbe in Tsd. m<sup>2</sup></b>	<b>3.073,8</b>	<b>3.861,0</b>	<b>5.127,2</b>	<b>5.600,7</b>	<b>5.467,6</b>	<b>5.396,8</b>
Anteil Wohnen an Gesamtfläche in %	97,3%	97,1%	96,9%	96,9%	96,9%	96,8%
Anteil Gewerbe an Gesamtfläche in %	2,7%	2,9%	3,1%	3,1%	3,1%	3,2%

\* Im Geschäftsjahr 2011 inklusive der Zukäufe mit Nutzen-/Lastenwechsel zum 01./02.01.2012

Die Entwicklung der Vertragsmieten ist in der nachfolgenden Tabelle dargestellt:

Vertragsmieten	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2014-2016
Deutsche Wohnen AG (ohne GSW)	Ist berein. Mio. EUR	Ist berein. Mio. EUR	Ist berein. Mio. EUR	Budget Mio. EUR	Plan Mio. EUR	Plan Mio. EUR	CAGR
Sollmieten Wohnen	191,4	233,2	346,4	364,0	363,8	365,0	
Sollmieten andere Nutzungsarten	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>	
Wachstum in %	n.a.	21,4%	48,0%	5,0%	-0,2%	0,2%	1,6%
Sollmieten Wohnen je m <sup>2</sup> <sup>1,2</sup>	5,57	5,49	5,59	5,63	5,75	5,84	
Erlösschmälerungen	-7,8	-7,8	-13,2	-13,5	-13,3	-13,2	
Erlösschmälerungen in % der Sollmieten	-3,8%	-3,1%	-3,6%	-3,5%	-3,5%	-3,4%	
<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>	
Wachstum in %	n.a.	22,3%	47,2%	5,1%	-0,2%	0,2%	
Vertragsmieten je m <sup>2</sup> <sup>1,3</sup>	5,57	5,49	5,59	5,53	5,65	5,74	

<sup>1</sup> Für die Jahre 2011-2013 sind die monatlichen Vertragsmieten je m<sup>2</sup> aus den jeweiligen Geschäftsberichten dargestellt. Die Vertragsmiete ist definiert als die vertraglich geschuldete Miete der vermieteten Wohnungen geteilt durch die vermietete Wohnfläche.

<sup>2</sup> Im Planungszeitraum definieren sich die Sollmieten Wohnen je m<sup>2</sup> als die Sollmieten Wohnen zzgl. Zuschüsse geteilt durch die durchschnittliche Fläche Wohnen.

<sup>3</sup> Im Planungszeitraum definieren sich die Vertragsmieten je m<sup>2</sup> als die Vertragsmieten insgesamt geteilt durch die durchschnittliche Fläche Wohnen und Gewerbe.

Die Planung der **Sollmieten** erfolgt zentral auf Ebene der Wohn- und Gewerbeeinheiten und wird durch das Portfoliomangement und das Controlling der Deutsche Wohnen in Rücksprache mit dem Mietenmanagement der Gesellschaft sowie der Deutsche Wohnen Corporate Real Estate GmbH (Veräußerungen von Wohn- und Gewerbeeinheiten) geführt. Hierbei wurde das Gesamtportfolio in Abhängigkeit der Region sowie der Beschaffenheit der jeweiligen Wohn- und Gewerbeeinheiten in Bestands- und Veräußerungsportfolios unterteilt. Die Bestandsportfolios erfahren ihrerseits eine weitere Unterteilung in Abhängigkeit von der Attraktivität der Einheit in Core+, Core und Non Core Cluster. Innerhalb dieser Portfolios wird des Weiteren zwischen freifinanzierten und geförderten Immobilien differenziert. Wir haben die Planung der Sollmieten vor dem Hintergrund der historischen Entwicklung (Zukäufe), Marktstudien sowie der Verkaufsplanung plausibilisiert.



Der überdurchschnittliche Anstieg der Sollmieten in den Jahren 2011 bis 2013 ist im Wesentlichen auf die Ausweitung des Portfolios durch Zukäufe zurückzuführen. Die erfolgten Portfolioankäufe sorgten im Jahr 2012 für eine marktbedingte Reduzierung der Mieten je m<sup>2</sup>. Die Zukäufe befanden sich tendenziell in Lagen mit einer geringeren Durchschnittsmiete. In den Planjahren 2014 bis 2016 wird insgesamt ein durchschnittliches Wachstum der Sollmieten um 1,6 % p. a. („CAGR“) erwartet. In diese Wachstumserwartung sind sowohl die Wachstumserwartungen für die Bestandsportfolios als auch die geplanten Veräußerungen von Wohn- und Gewerbeeinheiten im Planungsverlauf eingeflossen (vgl. hierzu Abschnitt Ergebnis aus Verkauf).

Die Sollmieten wurden im Budgetjahr 2014 detailliert auf Ebene der einzelnen Objekte individuell geplant. Dabei wurde zwischen Mietsteigerungen im Zusammenhang mit erwarteten Neuvermietungen, Mietpreisanpassungen auf ortsübliche Vergleichsmieten und Mietpreisanpassungen im Rahmen von Modernisierungen unterschieden. Entsprechend sind in der Planung der Sollmieten auch die unterschiedlichen Wachstumserwartungen der Gesellschaft für die jeweiligen Cluster Core+, Core und Non-Core sowie für die jeweiligen Regionen innerhalb dieser Cluster reflektiert. So unterstellt die Planung der Sollmieten für die Jahre 2015 und 2016 für Wohnungen im Cluster Core+, in welchem die dynamischen Märkte wie beispielsweise Berlin und die Rhein-Main-Region zusammengefasst sind, ein Wachstum vor Berücksichtigung von Verkäufen von rund 2,4 %. Für den Großraum Berlin wird analog zur Planung der GSW ein Wachstum der Sollmieten von 2,5 % erwartet, während in den Clustern Core und Non-Core ein Wachstum der Sollmieten von 0,5 % bzw. 0,3 % prognostiziert wird.

Die **Sollmieten anderer Nutzungsarten** entsprechen den Sollmieten aus den Gewerbeflächen sowie Garagen und Stellplätzen. Für die Planjahre 2014 bis 2016 werden die Sollmieten aus anderen Nutzungsarten konstant erwartet.

Im Rahmen von Förderprogrammen der Investitionsbank Berlin (sozialer Wohnungsbau im Großraum Berlin) sowie der Abtretung von Belegungsrechten im Raum Hannover ist die Gesellschaft Bezieherin von (Aufwands-) **Zuschüssen**. Diese werden der Gesellschaft als Ausgleich für die Vermietung von Wohneinheiten zu festen Sätzen je m<sup>2</sup> unterhalb der Kostenmiete (§ 8 WoBindG) ausbezahlt und beliefen sich im Geschäftsjahr 2013 auf 2,4 Mio. EUR. Die Planung der Zuschüsse für die Planjahre 2014 bis 2016 erfolgt auf Basis der bestehenden Förderprogramme bzw. Verträge.

Die **Erlösschmälerungen**, die die Leerstandsquote widerspiegeln, liegen im Geschäftsjahr 2013 bei 3,6 % der Sollmieten (inkl. Zuschüssen). Es wird erwartet, dass sich die Leerstandsquote im Detailplanungszeitraum auf 3,4 % der Sollmieten im Planjahr 2016 verbessert. Die geplanten Erlösschmälerungen wurden für 2014 auf Ebene der individuellen Wohn- und Gewerbeeinheit prognostiziert und für die Folgejahre auf Basis von Erfahrungswerten fortentwickelt. Die angestrebte Quote liegt in Relation zu vergleichbaren

Unternehmen unterhalb des Durchschnittes und wird von uns vor dem Hintergrund der Marktregionen sowie des Portfoliozustandes als plausibel erachtet. Die im Vergleich zur GSW erhöhten Erlösschmälerungen lassen sich auf die regionalen Unterschiede in den Portfoliostrukturen der beiden Gesellschaften zurückführen. So sind für den Großraum Berlin tendenziell niedrigere Leerstände beobachtbar als beispielsweise im Rhein-Main-Gebiet, im Rheinland sowie in den Core-Regionen der Deutsche Wohnen.

Die **Vertragsmieten** leiten sich als Summe aus den Sollmieten, Zuschüssen und Erlösschmälerungen ab. Zusammenfassend stellen sich die monatlichen Vertragsmieten je m<sup>2</sup> über den Detailplanungszeitraum insgesamt ansteigend von monatlich rund 5,53 EUR je m<sup>2</sup> im Planjahr 2014 auf rund 5,74 EUR je m<sup>2</sup> im Planjahr 2016 dar. Der Rückgang im Planjahr 2014 gegenüber dem Jahr 2013 (monatliche Vertragsmiete 5,59 EUR je m<sup>2</sup>) ist dabei insbesondere durch die nunmehr volle Berücksichtigung von im Jahr 2013 erworbenen Portfolios mit geringeren Vertragsmieten zurückzuführen. Im Vergleich zur GSW stellen sich die monatlichen Vertragsmieten je m<sup>2</sup> im Planjahr 2016 geringer dar. Dies ist neben den portfoliobedingten unterschiedlichen Wachstumsannahmen der Sollmieten auf den erwarteten weiteren Rückgang der Leerstände bei der GSW zurückzuführen.

Die **Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung** umfassen Kosten für Inkasso, nicht umlagefähige Betriebskosten, Instandhaltungsaufwendungen sowie der Wohnungsbewirtschaftung zuzurechnende sonstige Aufwendungen und Erträge (Sonstiges).

Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung Deutsche Wohnen AG (ohne GSW)	2011 Ist berein. Mio. EUR	2012 Ist berein. Mio. EUR	2013 Ist berein. Mio. EUR	2014 Budget Mio. EUR	2015 Plan Mio. EUR	2016 Plan Mio. EUR
Inkasso	-1,9	-3,0	-4,0	-4,5	-4,1	-3,9
in % der Sollmieten	-0,9%	-1,2%	-1,1%	-1,2%	-1,1%	-1,0%
Nicht umlagefähige Betriebskosten	-5,8	-4,1	-8,9	-8,4	-8,2	-8,0
in % der Sollmieten	-2,8%	-1,7%	-2,4%	-2,2%	-2,1%	-2,1%
Instandhaltung	-29,6	-34,7	-58,1	-61,4	-60,0	-59,0
in % der Sollmieten	-14,5%	-14,0%	-15,8%	-15,9%	-15,6%	-15,3%
Sonstiges	-1,7	-3,9	-6,2	-8,0	-5,5	-5,4
in % der Sollmieten	-0,8%	-1,6%	-1,7%	-2,1%	-1,4%	-1,4%
<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>
in % der Sollmieten	-19,1%	-18,4%	-21,1%	-21,4%	-20,2%	-19,8%

Die **Inkassoaufwendungen** der Deutsche Wohnen setzen sich aus den Positionen Mietminderungen, Wertberichtigungen, Gerichts- und Räumungskosten sowie aus Abschreibungen auf Mieterforderungen zusammen und beliefen sich im Geschäftsjahr 2013 auf 4,0 Mio. EUR. Dies entspricht einem Anteil von 1,1 % der Sollmieten. Der absolute Anstieg im Geschäftsjahr 2013 gegenüber dem Vorjahr (-3,0 Mio. EUR in 2012) ist im Wesentlichen durch die Übernahme von Portfolios und deren Bestandsdaten (u. a. BauBeCon) geprägt. Das Inkassoergebnis im Geschäftsjahr 2014 wird in diesem Zusammenhang von der ersten ganzjährigen Einbeziehung der in 2013 übernommenen Wohneinheiten beeinflusst sein und wird mit 4,5 Mio. EUR erwartet. Basierend auf Erfahrungswerten der Vergangenheit, dass eine Erhöhung des Zahlungsausfalls als direkte Folge von Portfolioübergängen bei Erwerben in der Vergangenheit nur temporär ist, erwartet die Gesell-



schaft, das Inkassoergebnis in den Planjahren 2015 und 2016 sukzessive zu senken und dauerhaft auf rund 1,0 % der Sollmieten begrenzen zu können.

Bei der Planung der **nicht umlagefähigen Betriebskosten** unterscheidet die Gesellschaft zwischen grundsätzlich umlagefähigen Aufwendungen, die aufgrund von Leerständen nicht umgelegt werden konnten, und gemäß den gesetzlichen Bestimmungen nicht umlagefähigen Aufwendungen. Im Geschäftsjahr 2013 beliefen sich die nicht umlagefähigen Betriebskosten auf 8,9 Mio. EUR. Dies entspricht einer Quote in Relation zu den Sollmieten in Höhe von 2,4 %. Bedingt durch die Erwartung der Deutsche Wohnen in Bezug auf die Entwicklung der Leerstandsquote sowie die geplante Optimierung der erworbenen Portfolios wird von einer Absenkung der nicht umlagefähigen Betriebskosten für die Planjahre 2014 bis 2016 auf eine Quote in Höhe von durchschnittlich 2,1 % der Sollmieten ausgegangen.

Die Aufwendungen aus **Instandhaltung** belaufen sich im Geschäftsjahr 2013 auf 58,1 Mio. EUR und beinhalten im Wesentlichen Aufwendungen für laufende Maßnahmen (29,5 Mio. EUR), Maßnahmen im Zusammenhang mit Mieterwechseln (20,1 Mio. EUR), Instandhaltungsprojekte (5,9 Mio. EUR) sowie Umlagen für Wohnungseigentümergemeinschaften (3,2 Mio. EUR).

Aufwendungen für laufende Maßnahmen betreffen im Wesentlichen Maßnahmen, die der üblichen andauernden Instandhaltung der betroffenen Wohneinheiten dienen. Hierunter fallen Maßnahmen wie kleinere Ausbesserungs-, Sanitär- und Elektrikarbeiten, welche im Rahmen von Serviceverträgen über externe Dienstleister in Abstimmung mit den betreuenden Servicepoints durchgeführt und pauschal vergütet werden. Dies betrifft rund zwei Drittel der laufenden Instandhaltungsmaßnahmen. Größere Maßnahmen hingegen werden nach separater Fremdvergabe durchgeführt. Darüber hinaus nehmen Instandhaltungsmaßnahmen aufgrund von Mieterwechseln einen wesentlichen Umfang ein. Dies betrifft alle Maßnahmen, die zur Instandhaltung einer Wohnung in Folge eines Auszuges und zur Erlangung üblicher Marktmieten notwendig sind. Hierbei ist für den Umfang der Maßnahme die vorherige Mietdauer entscheidend.

Neben diesen aufwandswirksamen Instandhaltungen hat die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2013 Modernisierungsinvestitionen in Höhe von 23,7 Mio. EUR getätigt.



Instandhaltung Deutsche Wohnen AG (ohne GSW)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Ist berein. Mio. EUR	Ist berein. Mio. EUR	Ist berein. Mio. EUR	Budget Mio. EUR	Plan Mio. EUR	Plan Mio. EUR
<b>Sollmiete Gesamt</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
Modernisierungsinvestitionen	-24,7	-33,2	-23,7	-24,5	-24,8	-25,0
<b>Instandhaltung + Modernisierungsinvestitionen</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>Instandhaltung in % der Sollmiete (ohne Mod.-Inv.)</i>	-14,5%	-14,0%	-15,8%	-15,9%	-15,6%	-15,3%
<i>Instandhaltung in % der Sollmiete (inkl. Mod.-Inv.)</i>	-26,6%	-27,4%	-22,3%	-22,3%	-22,1%	-21,8%
<b>Gesamtzahl Quadratmeter (in Tsd. m²)</b>	<b>3.073,8</b>	<b>3.861,0</b>	<b>5.127,2</b>	<b>5.600,7</b>	<b>5.467,6</b>	<b>5.396,8</b>
Instandhaltungskosten je m² in EUR (ohne Mod.-Inv.)	-9,63	-8,99	-11,33	-10,96	-10,97	-10,93
Instandhaltungskosten je m² in EUR (inkl. Mod.-Inv.)	-17,67	-17,59	-15,96	-15,34	-15,50	-15,56
Aktivierungsquote	45%	49%	29%	29%	29%	30%

Die Instandhaltungsaufwendungen werden ausgehend von rund 58,1 Mio. EUR im Geschäftsjahr 2013 unter Berücksichtigung leichter Schwankungen bis zum Jahr 2016 um rund 0,9 Mio. EUR auf 59,0 Mio. EUR ansteigend geplant. Bezogen auf die Sollmieten liegen die Instandhaltungsaufwendungen mit 15,3 % im Jahr 2016 um 0,5 % unterhalb der entsprechenden Quote im Jahr 2013. Sie umfassen vor allem Aufwendungen für laufende Maßnahmen, die der üblichen andauernden Instandhaltung der betroffenen Wohneinheiten dienen. Hinsichtlich der Modernisierungsinvestitionen plant die Gesellschaft ausgehend von rund 23,7 Mio. EUR im Geschäftsjahr 2013 einen Anstieg der Investitionen auf rund 25,0 Mio. EUR im Jahr 2016. Bezogen auf die Sollmieten betragen die Instandhaltungsaufwendungen und Modernisierungsinvestitionen insgesamt im Detailplanungszeitraum durchschnittlich rund 22,1 %, was nahezu dem Niveau des Jahres 2013 entspricht. Relativ zur bewirtschafteten Fläche ausgedrückt, belaufen sich die aufwandswirksamen Instandhaltungen und Modernisierungsinvestitionen im Planjahr 2016 damit auf rund 15,56 EUR je m². Die Gesellschaft erachtet dies als normalisiertes Niveau zum Erhalt des Wohnungsbestandes unter der Zielsetzung der Erlangung marktüblicher Mieten.

Neben diesen Aufwandspositionen beinhaltet das Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung weitere sonstige Aufwendungen und Erträge (**Sonstiges**). Diese umfassen im Wesentlichen Aufwendungen für Marketing, Erbbauzinszahlungen an Dritte, Fremdverwaltergebühren sowie weitere sonstige Aufwendungen und Erträge. In Summe beliefen sich die hier ausgewiesenen Positionen im Geschäftsjahr 2013 auf -6,2 Mio. EUR. Für das Geschäftsjahr 2014 hat die Gesellschaft einen Anstieg um rund -1,8 Mio. EUR auf -8,0 Mio. EUR prognostiziert. Dieser ist im Wesentlichen durch den Anstieg der Fremdverwaltergebühren begründet, die 2014 für die neuen Portfolios noch anfallen, da zunächst die Verwaltung durch die vormaligen Eigentümer beibehalten wurde. Für das Geschäftsjahr 2015 plant die Gesellschaft die Kündigung dieser Fremdverwalterverträge und die Erbringung dieser Leistungen durch das bestehende eigene Personal. In der Folge sinkt die Summe der sonstigen Aufwendungen und Erträge in 2015 auf -5,5 Mio. EUR. Aufgrund des geplanten sukzessiven Abverkaufs des Veräußerungsportfolios ergibt sich ein Rückgang der Fremdverwaltungsgebühren, sodass eine weitere Reduzierung der sonstigen Aufwendungen und Erträge im Planjahr 2016 gegenüber dem Planjahr 2015 folgt.

### Ergebnis aus Verkauf

Auf Basis der Einteilung der Wohn- und Gewerbeinheiten der Deutsche Wohnen in die Unterportfolios Core+, Core, Non-Core und Einzelverkauf plant die Gesellschaft die systematische Bereinigung ihres Portfolios um ausgewählte Einheiten. Zur Bereinigung des Immobilienportfolios in strukturschwachen Regionen und zur Nutzung von Gelegenheiten, bei denen sich temporär aufgrund von günstigen Rahmenbedingungen Gewinne gegenüber der aktuellen Bewertung erzielen lassen, plant die Deutsche Wohnen in den Jahren 2014 bis 2016 insgesamt 4.727 Einheiten zu veräußern. Zu diesem Zweck sind sowohl Einzelprivatisierungen als auch Blockverkäufe geplant.

Bei den Einzelverkäufen handelt es sich mehrheitlich um aufgeteilte Bestände. Viele dieser Aufteilungen resultierten aus im Zusammenhang mit Privatisierungsvorgängen stehenden Auflagen und Vorgaben, die eine Unterteilung und Veräußerung von Teilen der Portfolios erforderten. Daneben plant die Deutsche Wohnen individuelle Verkäufe von Einheiten aus erworbenen Portfolios anhand qualitativer Kriterien.

Das Hauptkriterium für die Entscheidung zum Blockverkauf ist die Region, in der die jeweilige Wohn- oder Gewerbeinheit liegt. In den Kernregionen der Gesellschaft findet überwiegend kein Blockverkauf statt, da man in diesen Regionen einen Erhalt der aktuellen Portfoliostruktur plant. Gleichwohl können in Ausnahmefällen aufgrund von Einzelentscheidungen auch opportunistische Blockverkäufe im Bereich Core+ durchgeführt werden.

Die Verkaufserlöse je zu veräußernder Wohn- und Gewerbeinheit werden anhand von Marktrecherchen und jeweiliger Marktsituation, Erfahrungswerten sowie aktueller Einschätzung der Deutsche Wohnen sowie externer Vermittler prognostiziert. Auf dieser Basis wurde für das Geschäftsjahr 2014 ein Verkaufspreis je m<sup>2</sup> als Referenz-Marktpreis angenommen, der auch für die Fortschreibung der Verkaufsplanung für die Planjahre 2015 und 2016 berücksichtigt wurde. Die Ableitung des Ergebnisses aus Verkauf stellt sich wie folgt dar:

<b>Ergebnis aus Verkauf</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Deutsche Wohnen AG (ohne GSW)	Ist berein.	Ist berein.	Ist berein.	Budget	Plan	Plan
	Mio. EUR					
Verkaufserlöse Einzelverkauf	78,1	115,4	97,5	101,7	84,5	77,4
Verkaufserlöse Blockverkauf	72,5	52,4	66,7	51,8	12,3	2,2
<b>Verkaufserlöse Gesamt</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 m <sup>2</sup> (in Tsd.)	210,5	194,9	220,8	177,9	80,4	61,2
Verkaufserlös je m <sup>2</sup> in EUR	715,6	860,8	743,9	863,1	1.204,5	1.300,7
<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>Verkaufskosten in % der Verkaufserlöse</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>Buchwertabgang in % der Verkaufserlöse</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 Ergebnis aus Verkauf</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>



Durch die beschriebene Vorselektion der zum Verkauf bestimmten Einheiten in Einzel- und Blockverkäufe erklären sich die höheren durchschnittlichen Verkaufspreise je m<sup>2</sup> bei Einzelverkäufen. Die höheren durchschnittlichen Preise je m<sup>2</sup> sind durch die tendenziell besseren Märkte und die unterschiedliche Käuferklientel der den Einzelverkäufen zugeordneten Wohn- und Gewerbeeinheiten im Vergleich zu den Blockverkäufen begründet.

Neben der Planung der Verkaufserlöse hat die Deutsche Wohnen je Wohn- und Gewerbeeinheit detaillierte Verkaufskosten für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 prognostiziert. Diese werden zu einem Großteil durch Provisionszahlungen bestimmt. Eine weitere Kerngröße der Verkaufskosten bilden die im Rahmen des Verkaufs anfallenden Modernisierungskosten. Diese resultieren aus den notwendigen Instandhaltungsmaßnahmen in Folge des Auszuges eines Mieters im Vorfeld der Veräußerung.

## Sonstige Aufwendungen und Erträge

Im Geschäftsjahr 2013 belaufen sich die bereinigten sonstigen Aufwendungen und Erträgen auf rund 50,5 Mio. EUR und setzen sich aus Verwaltungskosten (rund 48,1 Mio. EUR) und sonstigen Aufwendungen und Erträgen (rund 2,5 Mio. EUR) zusammen. Die Projektkosten der Jahre 2011 bis 2013 wurden aufgrund ihres jeweiligen Einmalcharakters von uns im Rahmen der Vergangenheitsanalyse bereinigt und sind daher in den dargestellten sonstigen Aufwendungen und Erträgen nicht mehr enthalten.

<b>Sonstige Aufwendungen und Erträge</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Deutsche Wohnen AG (ohne GSW)	Ist berein.	Ist berein.	Ist berein.	Budget	Plan	Plan
	Mio. EUR					
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
<b>Verwaltungskosten</b>	<b>-33,0</b>	<b>-40,4</b>	<b>-48,1</b>	<b>-45,9</b>	<b>-45,9</b>	<b>-45,9</b>
Sonstige Aufwendungen und Erträge	0,2	-2,5	-2,5	-6,6	-4,0	-4,0
Projektkosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<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>

Die **Verwaltungskosten** des Jahres 2013 in Höhe von 48,1 Mio. EUR umfassen Personalkosten in Höhe von 29,5 Mio. EUR sowie Sachkosten in Höhe von 18,6 Mio. EUR. Der Personalaufwand steigt von 2011 (20,3 Mio. EUR) bis zum Planjahr 2014 (30,9 Mio. EUR) bedingt durch die kontinuierlichen Portfolioerweiterungen und die damit einhergehende Erhöhung der Mitarbeiteranzahl von 371 Mitarbeiter (inkl. Auszubildende) im Jahr 2011 auf 530 Mitarbeiter (inkl. Auszubildende) im Planjahr 2014. Der durchschnittliche Personalaufwand je Mitarbeiter befindet sich dabei auf einem ähnlichen Niveau wie in den Vorjahren. Die Sachkosten umfassen z. B. IT-Aufwendungen, Ausstattungskosten sowie Prüfer- und Rechtsberatungskosten. Ebenso sind in den Vergangenheitsjahren Fremdverwaltungsgebühren, die im Zusammenhang mit dem Ankauf des BauBeCon-Portfolios bis zum Mai 2013 angefallen sind, enthalten.



Verglichen mit dem Jahr 2013 sinken die Sachkosten im Detailplanungszeitraum von 18,6 Mio. EUR (2013) auf 15,0 Mio. EUR (2014 bis 2016). Ursache hierfür ist im Wesentlichen der Wegfall der Fremdverwaltungsgebühren in Höhe von rund 3,4 Mio. EUR sowie die Reduzierung der im Rahmen der Portfoliointegration in 2013 notwendigen IT-Aufwendungen um 1,1 Mio. EUR. Unter der Annahme, dass weitere Effizienzgewinne im Rahmen der Bewirtschaftung der in 2012 und 2013 hinzuerworbenen Portfolios realisiert werden können, werden die Personal- und Sachkosten in den Jahren 2015 und 2016 konstant fortgeschrieben.

Im Geschäftsjahr 2013 belaufen sich die **sonstigen Aufwendungen und Erträge** (bereinigt) auf -2,5 Mio. EUR und umfassen im Wesentlichen IT-Aufwendungen in Höhe von -1,5 Mio. EUR, Aufwendungen für Rechtstreitigkeiten in Höhe von rund -0,6 Mio. EUR sowie Umzugskosten und Kosten verbunden mit der Einrichtung bzw. dem Ausbau neuer Servicepoints in Höhe von -0,4 Mio. EUR. Die Gesellschaft plant im Geschäftsjahr 2014 einen Anstieg der sonstigen Aufwendungen und Erträge auf -6,6 Mio. EUR. Wesentlicher Grund für den Anstieg sind Einmalaufwendungen aus der Übernahme der GSW sowie damit einhergehende Integrationsmaßnahmen. Mit dem Abschluss der Transaktion und einer fortschreitenden Reduzierung der sonstigen Einmalaufwendungen rechnet die Gesellschaft für die Planjahre 2015 und 2016 mit je -4,0 Mio. EUR sonstigen Aufwendungen und Erträgen. Daneben werden die Ergebnisse aus den Beteiligungen der Deutsche Wohnen an den nicht konsolidierten Tochtergesellschaften G+D Gesellschaft für Energiemanagement mbH, GIM Immobilien Management GmbH, GbR Fernheizung Gropiusstadt sowie an der am 21.01.2014 gegründeten Funk Schadensmanagement GmbH in den sonstigen Aufwendungen und Erträgen abgebildet.

Für die Planjahre 2014 bis 2016 werden von der Deutsche Wohnen keine weiteren Zuerwerbe geplant, so dass auch keine **Projektkosten** geplant wurden.

### Ergebnis aus Pflege und Betreutes Wohnen

Im Geschäftsjahr 2013 erzielte das Segment Pflege und Betreutes Wohnen der Deutsche Wohnen Umsatzerlöse in Höhe von 59,9 Mio. EUR. Diese setzten sich aus Umsätzen in den Bereichen Pflege (rund 52,0 Mio. EUR), Betreutes Wohnen (rund 3,0 Mio. EUR) und Sonstiges (rund 4,9 Mio. EUR) zusammen. Insgesamt werden in diesem Segment 21 Objekte in den Bundesländern Berlin, Brandenburg, Niedersachsen, Sachsen und Rheinland-Pfalz mit über 2.200 Pflegeplätzen bewirtschaftet. Im Geschäftsjahr 2013 sind 5 Einrichtungen in Berlin hinzuerworben worden, welche sich im Geschäftsjahr 2014 erstmals ganzjährig auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Segmentes auswirken werden. Die KATHARINENHOF Seniorenwohn- und Pflegeanlage Betriebs-GmbH einschließlich ihrer Tochtergesellschaften ist im Wesentlichen Betreiberin dieser Einheiten, die im Eigentum von Deutsche Wohnen-Konzerngesellschaften gehalten werden.



<b>Ergebnis aus Pflege und Betreutes Wohnen</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Deutsche Wohnen AG (ohne GSW)	Ist berein.	Ist berein.	Ist berein.	Budget	Plan	Plan
	Mio. EUR					
Einnahmen für Pflege und Betreutes Wohnen	40,1	42,0	59,9	63,0	63,8	64,6
Pflege und Verwaltungskosten	-11,5	-11,3	-16,5	-16,4	-16,5	-16,7
<i>Pflege und Verw.-kosten in % der Einnahmen</i>	<i>28,7%</i>	<i>27,0%</i>	<i>27,5%</i>	<i>26,0%</i>	<i>25,9%</i>	<i>25,8%</i>
Personalaufwendungen	-19,4	-20,8	-30,3	-31,6	-32,2	-32,9
<i>Personalaufwand in % der Einnahmen</i>	<i>48,4%</i>	<i>49,4%</i>	<i>50,5%</i>	<i>50,2%</i>	<i>50,5%</i>	<i>50,9%</i>
<b>Ergebnis aus Pflege und Betreutes Wohnen</b>	<b>9,2</b>	<b>9,9</b>	<b>13,2</b>	<b>15,0</b>	<b>15,0</b>	<b>15,0</b>
<i>Marge in %</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>
<i>EBITDA-Beitrag</i>	<i>6,4%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,4%</i>

Das operative Ergebnis aus dem Segment Pflege und Betreutes Wohnen betrug im Jahr 2013 13,2 Mio. EUR. Aufbauend auf den Ist-Daten des Geschäftsjahres 2013 unter Berücksichtigung der erfolgten Zukäufe plant die Geschäftsführung der KATHARINENHOF Seniorenwohn- und Pflegeanlage Betriebs-GmbH die Fortschreibung der wirtschaftlichen Entwicklung des Segmentes im Geschäftsjahr 2014. Diese fußt auf dem anzunehmenden Pflegestufenmix sowie der erwarteten Auslastungsquote je Unternehmenseinheit. Die Gesellschaft plant über den Detailplanungszeitraum keine weiteren Zukäufe vorzunehmen. In Folge erwartet die Gesellschaft für das Geschäftsjahr 2014 **Einnahmen für Pflege und Betreutes Wohnen** in Höhe von 63,0 Mio. EUR, von denen 52,1 Mio. EUR auf den Bereich Pflege, 4,5 Mio. EUR auf den Bereich Betreutes Wohnen sowie 6,3 Mio. EUR auf den Bereich Sonstiges entfallen. Für die Geschäftsjahre 2015 und 2016 erfolgt die Fortschreibung der Umsatzerlöse unter Annahme einer Wachstumsrate in Höhe von 1,3 %.

Die **Pflege- und Verwaltungskosten** lagen im Geschäftsjahr 2013 bei 16,5 Mio. EUR, was einer Quote zum Segmentumsatz in Höhe von 27,5 % entspricht. Die Pflege- und Verwaltungskosten waren in den Vergangenheitsjahren durch Integrationskosten aus Erwerben beeinflusst. Da in der Planung keine weiteren Erwerbe in diesem Segment reflektiert sind, erwartet die Gesellschaft eine Reduzierung der entsprechenden Quote auf rund 25,8 % im Planjahr 2016.

Als weiterer Treiber der Aufwendungen in diesem Segment sind die **Personalaufwendungen** zu benennen. Diese beliefen sich in 2013 auf 30,3 Mio. EUR, was einer Quote zum Segmentumsatz in Höhe von 50,5 % entspricht (durchschnittliche Quote 2011 bis 2013 beläuft sich auf 49,4 %). Die Gesellschaft erwartet für die Folgejahre 2014 bis 2016 eine relativ stabile Fortentwicklung der Personalaufwendungen als Quote zu den Segmentumsatzerlösen. Die durchschnittliche Quote über die Planjahre 2014 bis 2016 liegt bei 50,5 %, was dem Niveau des Jahres 2013 entspricht.

## EBITDA

<b>EBITDA</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Deutsche Wohnen AG (ohne GSW)	Ist berein. Mio. EUR	Ist berein. Mio. EUR	Ist berein. Mio. EUR	Budget Mio. EUR	Plan Mio. EUR	Plan Mio. EUR
Erlöse aus der Wohnungsbewirtschaftung	204,1	247,8	366,7	385,1	384,2	384,8
Erlöse aus Verkauf	150,6	167,8	164,3	153,5	96,8	79,6
Erlöse aus Pflege und Betreutes Wohnen	40,1	42,0	59,9	63,0	63,8	64,6
<b>Gesamte Erlöse</b>	<b>394,8</b>	<b>457,6</b>	<b>590,9</b>	<b>601,6</b>	<b>544,8</b>	<b>529,0</b>
Kosten aus der Wohnungsbewirtschaftung	-46,8	-53,5	-90,4	-95,8	-91,1	-89,5
Kosten aus Verkauf	-140,0	-147,9	-141,3	-133,3	-79,4	-63,1
Kosten aus Pflege und Betreutes Wohnen	-30,9	-32,1	-46,7	-48,0	-48,7	-49,5
Sonstige Aufwendungen und Erträge	-32,8	-42,9	-50,5	-52,5	-49,9	-49,9
<b>Gesamte Kosten</b>	<b>-250,5</b>	<b>-276,4</b>	<b>-329,0</b>	<b>-329,6</b>	<b>-269,1</b>	<b>-252,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>144,4</b>	<b>181,3</b>	<b>262,0</b>	<b>272,0</b>	<b>275,6</b>	<b>276,9</b>
<i>EBITDA-Wachstum in %</i>	<i>n.a.</i>	<i>25,5%</i>	<i>44,5%</i>	<i>3,8%</i>	<i>1,3%</i>	<i>0,5%</i>
<i>EBITDA-Marge (in % der Gesamten Erlöse)</i>	<i>36,6%</i>	<i>39,6%</i>	<i>44,3%</i>	<i>45,2%</i>	<i>50,6%</i>	<i>52,3%</i>
<i>EBITDA-Marge (in % der Sollmieten)</i>	<i>70,8%</i>	<i>73,1%</i>	<i>71,4%</i>	<i>70,6%</i>	<i>71,7%</i>	<i>72,0%</i>

Das EBITDA steigt von 262,0 Mio. EUR im Geschäftsjahr 2013 auf erwartete 276,9 Mio. EUR im Planjahr 2016, was einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate von 1,9 % entspricht. Die damit einhergehenden EBITDA-Margen steigen von 44,3 % im Geschäftsjahr 2013 auf 52,3 % im Planjahr 2016 an. Der Anstieg im Budgetjahr 2014 ist dabei im Wesentlichen auf die erstmalig ganzjährige Berücksichtigung der Mieterträge aus im Jahr 2013 getätigten Zukäufen bedingt. Neben dem Absinken der Leerstandsquote von rund 3,6 % im Geschäftsjahr 2013 auf rund 3,4 % im Planjahr 2016 sinken in Folge der geplanten Abverkäufe des Weiteren Aufwandspositionen im Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung sowie in den sonstigen Aufwendungen und Erträgen, was sich insgesamt in der verbesserten Marge niederschlägt.

Auf Basis der uns gegebenen Erläuterungen der Deutsche Wohnen zu den Planungsprämissen und unserer Analyse der Vergangenheitsergebnisse erachten wir die der Unternehmensplanung der Deutsche Wohnen zugrunde liegenden Annahmen für plausibel.

#### Abschreibungen

Die geplanten Abschreibungen beziehen sich auf das abnutzbare materielle und immaterielle Anlagevermögen der Deutsche Wohnen sowie auf den für die LebensWerk-Gruppe bilanzierten Marktwert des Kundenstamms. Abschreibungen auf Geschäfts- oder Firmenwerte wurden nicht geplant, da diese aufgrund eines jährlichen Werthaltigkeitstests bestimmt werden.

Grundsätzlich weist das neben dem Grundvermögen bestehende Anlagevermögen der Deutsche Wohnen einen eingeschwungenen Zustand auf, so dass nur in die Erhaltung der bestehenden Substanz investiert wird. Größere Erweiterungsinvestitionen sind nach Auskunft der Deutsche Wohnen nicht geplant. Die Abschreibungen stellen sich insgesamt rückläufig von rund 5,0 Mio. EUR in 2014 bis auf rund 4,6 Mio. EUR in 2016 dar.



## *EBIT*

Die von der Deutsche Wohnen erwartete Entwicklung des EBIT ab dem Jahr 2013 bis zum Planjahr 2016 zeigt einen Anstieg von 256,5 Mio. EUR (bereinigt) auf 272,3 Mio. EUR. Dieses entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Steigerung von 2,0 %.

### **3. Synergien**

In der Mittelfristplanung der Deutsche Wohnen sind bereits Synergien, die auf Seiten der Deutsche Wohnen unabhängig vom Abschluss des Beherrschungsvertrags mit der GSW anfallen (vorvertragliche Synergien), berücksichtigt worden. Die erwarteten vorvertraglichen Synergien betreffen erwartete Kostenvorteile im Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung sowie Verwaltungskosten und belaufen sich auf insgesamt rund 4,5 Mio. EUR. Insbesondere sollen von externen Anbietern eingekaufte Verwaltungsdienstleistungen durch eigene Mitarbeiter erbracht werden.

Synergiepotenziale, die erst nach Abschluss des Beherrschungsvertrags erschlossen werden, wurden als nachvertragliche Synergien nicht in der Bewertung berücksichtigt, vgl. hierzu Abschnitt E.I.3.

### **4. Finanzergebnis und Steuern**

#### *Ermittlung Finanzergebnis*

Die von der Gesellschaft erstellte Planungsrechnung enthält ein Zinsergebnis, das auf den Konditionen des aktuellen Kreditportfolios sowie geplanter Entwicklungen im Immobilienportfolio, jedoch nicht einer integrierten Finanzbedarfsplanung basiert. Im Rahmen der Bewertung der Deutsche Wohnen haben wir deshalb diese Planung durch eine integrierte Finanzbedarfsplanung ersetzt, die ausgehend von der Konzernbilanz zum 31.12.2013 die Ergebnis- und Investitionsplanung, die Finanzierungsstruktur sowie Ausschüttungsannahmen berücksichtigt.

Bei der Ableitung des Zinsergebnisses haben wir grundsätzlich die Finanzierungsannahmen der Gesellschaft berücksichtigt. So haben wir insbesondere die aktuellen Darlehensbedingungen, Regeltilgungen sowie mit Abverkäufen aus dem Immobilienportfolio verbundene Sondertilgungen und Vorfälligkeitsentschädigungen berücksichtigt. Insgesamt wurde der resultierende durchschnittliche Zinssatz für Immobiliendarlehen leicht ansteigend von rund 3,6 % in 2014 auf rund 3,8 % in 2016 geplant. Neben den Zinsaufwendungen aus Immobiliendarlehen enthält das Zinsergebnis Zinserträge aus liquiden Mitteln, Zinsaufwendungen aus der Wandelschuldverschreibung und Pensionen sowie Zinseffekte aus der Aufzinsung von Darlehen und Rückstellungen sowie der Amortisierung von kapitalisierten Finanzierungskosten.

#### *Ermittlung Unternehmensteuern*

Die Deutsche Wohnen hat eine Planung der Unternehmensteuern vorgenommen. Hierfür wurde ausgehend vom Konzern-Ergebnis vor Steuern nach IFRS eine Überleitungsrechnung zum steuerlichen Ergebnis vor Steuern für die ertragsteuerliche Organschaften der Deutsche Wohnen, GEHAG GmbH, Rhein-Pfalz Wohnen GmbH und Rhein-Main Wohnen GmbH (jeweils als Organträger) sowie für die übrigen geplanten Gesellschaften vorgenommen. Aufgrund der Neuberechnung des Zinsergebnisses wurden von uns die Unternehmensteuern neu ermittelt. Hierzu wurde grundsätzlich die Überleitungsrechnung zum steuerlichen Ergebnis vor Steuern herangezogen.

Bei der Berechnung der Unternehmensteuern wurde ein Körperschaftsteuersatz inkl. Solidaritätszuschlag in Höhe von 15,83 % angesetzt. Die Gewerbesteuer für die ertragsteuerliche Organschaft der Deutsche Wohnen (als Organträger) mit ihren operativ tätigen Organengesellschaften wurde mit einem Gewerbesteuersatz von rund 14,65 % berechnet. Dieser basiert auf dem erwarteten Gewerbesteuerhebesatz für die Organschaft von rund 418,57 %. Die Gewerbesteuer für die ertragsteuerlichen Organschaften der GEHAG GmbH, Rhein-Pfalz Wohnen GmbH und Rhein-Main Wohnen GmbH (jeweils als Organträger) wurde mit einem Gewerbesteuersatz in Höhe von 14,35 % berechnet, welcher auf dem Gewerbesteuerhebesatz der Stadt Berlin von 410 % basiert. Für die übrigen Gesellschaften wurden die individuellen Gewerbesteuerhebesätze berücksichtigt.

Bei der Berechnung der gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage wurden Hinzurechnungen und Kürzungen nach §§ 8 und 9 GewStG vorgenommen. Unter Berücksichtigung des Freibetrags wurden nach § 8 Nr. 1a GewStG Entgelte für Schulden nach grundsätzlicher Berücksichtigung der Zinsschranke (§ 4h EStG i. V. m. § 8a KStG) sowie nach § 8 Nr. 1e GewStG 50 % der Mieten und Pachten für unbewegliche Wirtschaftsgüter hinzugerechnet. Hinsichtlich Zinsschranke wird von der Deutsche Wohnen erwartet, dass für einen Teil der Gesellschaften die Regelungen der Zinsschranke nach § 4h Abs. 2c EStG greifen, da die Escape-Klausel hier bereits in der Vergangenheit genutzt werden konnte bzw. eine Nutzung in späteren Jahren erwartet werden kann. Daneben wurden bei der Ableitung der Gewerbesteuer Gewerbesteuerbefreiungen nach § 3 Nr. 20d GewStG berücksichtigt.

Die nach Auskunft der Gesellschaft bei Gesellschaften der Deutsche Wohnen Gruppe zum 31.12.2013 bestehenden und nutzbaren körperschaft- und gewerbesteuerlichen Verlustvorträge von insgesamt rund 1.066,2 Mio. EUR bzw. rund 888,1 Mio. EUR wurden bei der Berechnung der Unternehmensteuern berücksichtigt.

#### *Ermittlung Minderheitenanteile*

Da die Deutsche Wohnen nicht an allen planerisch voll konsolidierten Konzerngesellschaften zu 100 % beteiligt ist, steht ein Anteil des geplanten Konzernergebnisses den

restlichen Anteilseignern zu. Dieser Minderheitenanteil wurde in Abstimmung mit der Deutsche Wohnen auf Ebene der einzelnen Gesellschaft unter Berücksichtigung der Minderheitenquote an diesem Unternehmen ermittelt. Ausgangspunkt für die Berechnung war das Ergebnis nach Steuern der einzelnen Gesellschaft.

## **5. Nachhaltiges Ergebnis**

Für die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses haben wir die Planungsrechnung der Deutsche Wohnen in Abstimmung mit der Gesellschaft bis zum Jahr 2063 fortentwickelt, um ein normalisiertes nachhaltiges Ergebnis abzuleiten. Der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses liegen dabei folgende Überlegungen zugrunde:

Die Weiterentwicklung der Sollmieten ab dem Planjahr 2017 basiert auf einer mit der Gesellschaft abgestimmten Mietenplanung, in die verschiedene Effekte eingeflossen sind. Zum einen hat die Analyse der Sollmietenplanung des Bestandsportfolios der Deutsche Wohnen gezeigt, dass zum 31.12.2014 durchschnittliche Sollmieten unterhalb der Marktmiete erwartet werden. Auf Basis der uns vorliegenden Unterlagen gehen wir von einer Differenz zwischen den geplanten Sollmieten und einer durchschnittlichen Marktmiete von rund 8,1 % aus. Eine Aufholung der Sollmieten auf das Marktniveau erfolgt über den erweiterten Planungszeitraum über einen geplanten Mieterwechsel („Unit Turn“) als wesentlichen Grund der Mietenanpassung. In Abstimmung mit der Deutsche Wohnen sind wir von einem durchschnittlichen Unit Turn von rund 8 % p. a. ausgegangen und haben angenommen, dass die Aufholung zur Marktmiete bis zum Geschäftsjahr 2029 abgeschlossen sein wird.

Der Planung der Zuschüsse aus der Wohnungsförderung liegen für die Jahre 2017 bis 2019 die bereits abgeschlossenen Vereinbarungen zu Grunde. Unter der Annahme, dass keine weiteren Förderabreden im Planungsverlauf getroffen werden können, wird die Zuschussplanung im Geschäftsjahr 2019 auslaufen.

Erlösschmälerungen aus Leerstand werden in den Geschäftsjahren 2017 ff. mit einer konstanten Quote in Relation zu den Sollmieten in Höhe von 3,4 % p. a. fortgeschrieben. Zur Fortschreibung des Inkassoergebnisses haben wir in Abstimmung mit der Deutsche Wohnen für die Geschäftsjahre 2017 ff. eine konstante Quote in Relation zu den Sollmieten in Höhe von 1,0 % p. a. berücksichtigt. Die nicht umlagefähigen Betriebskosten sowie Instandhaltungskosten werden auf Basis des Planjahres 2016 unter Berücksichtigung von Portfolioentwicklungen sowie einer Wachstumsrate in Höhe von 1,0 % p. a. fortgeschrieben.

Die Fortschreibung der sonstigen Aufwendungen und Erträge im Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung erfolgt unter Berücksichtigung des sukzessiven Abverkaufs von Wohn- und Gewerbeeinheiten, die unter Fremdverwaltung stehen. Diese Position redu-



ziert sich bis zum Jahr 2022 auf null. Die Fortschreibung der übrigen Aufwands- und Ertragspositionen erfolgt ab dem Planjahr 2016 unter Zugrundelegung einer Wachstumsrate in Höhe von 1,0 % p. a.

Die Gesellschaft beabsichtigt, ab dem Geschäftsjahr 2017 bis zum Ende des Geschäftsjahres 2022 insgesamt 4.038 Wohneinheiten mit einer Gesamtwohnfläche in Höhe von 283.930 m<sup>2</sup> zu veräußern. Das korrespondierende Ergebnis aus Verkauf wurde in dem erweiterten Planungszeitraum berücksichtigt. Die Effekte aus der Veräußerung der Wohn- und Gewerbeeinheiten wurden proportional bei der Fortschreibung der Aufwandspositionen im Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung berücksichtigt.

Die Verwaltungskosten 2017 ff. wurden grundsätzlich auf Basis einer Wachstumsrate von 1,0 % p. a. fortentwickelt. Für die sonstigen Aufwendungen und Erträge ab dem Geschäftsjahr 2017 plant die Deutsche Wohnen mit einem normalisierten Saldo in Höhe von -2,0 Mio. EUR. Diese Position wurde in den Folgejahren ebenfalls mit einer Rate von 1,0 % p. a. fortgeschrieben.

Für die Planung des Geschäftsbereiches Pflege und Betreutes Wohnen unterstellt die Gesellschaft für alle Umsatz- und Aufwandsgrößen eine Fortschreibung ab dem Planjahr 2017 unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate in Höhe von 1,0 % p. a.

Die Abschreibungen wurden grundsätzlich auf Basis des Jahres 2016 mit der Wachstumsrate von 1,0 % fortgeschrieben. Dabei wurde die Restnutzungsdauer des für die LebensWerk-Gruppe bilanzierten Kundenstamms berücksichtigt.

Das Finanzergebnis wurde unter Berücksichtigung der Finanzierungsbedingungen zum Ende des Detailplanungszeitraums sowie der aktuellen Prolongationsstruktur fortentwickelt. Dabei wurde langfristig ein Zinssatz für Immobiliendarlehen in Höhe von 4,00 % berücksichtigt, der eine aus aktuellen Finanzierungsbedingungen der Gesellschaft abgeleitete Marge von 150 Basispunkten über den einheitlichen Basiszinssatz von 2,50 % reflektiert.

Vor dem Hintergrund des Verbrauchs der Verlustvorträge sowie einer Reduzierung der steuerlichen Abschreibungen ist im erweiterten Planungszeitraum ein Anstieg der Unternehmensteuern zu erwarten.

Das Ergebnis für die Jahre 2064 ff. wurde ausgehend vom Planjahr 2063 grundsätzlich unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate von 1,0 % fortgeschrieben.

Aus Darstellungsgründen wurden die Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung für den erweiterten Planungszeitraum 2017 bis 2063 sowie für die Jahre 2064 ff. barwertäquivalent in ein annuitätisches nachhaltiges Ergebnis für die Jahre 2017 ff. umgerechnet. Eine Darstellung der Gewinn- und Verlustrechnung inklusive des erweiterten Planungszeitraums und der Jahre 2064 ff. findet sich in Anlage 2.

<b>Plan-Gewinn- und Verlustrechnung</b> Deutsche Wohnen AG (ohne GSW)	<b>2014</b> Budget Mio. EUR	<b>2015</b> Plan Mio. EUR	<b>2016</b> Plan Mio. EUR	<b>2017 ff.</b> Nachhaltig Mio. EUR
<b>Sollmieten</b>	<b>385,1</b>	<b>384,2</b>	<b>384,8</b>	<b>389,5</b>
Erlösschmälerungen	-13,5	-13,3	-13,2	-13,4
<b>Vertragsmieten</b>	<b>371,6</b>	<b>370,9</b>	<b>371,6</b>	<b>376,1</b>
Inkasso	-4,5	-4,1	-3,9	-3,9
Nicht umlagefähige Betriebskosten	-8,4	-8,2	-8,0	-7,9
Instandhaltung	-61,4	-60,0	-59,0	-57,6
Sonstiges	-8,0	-5,5	-5,4	-4,1
<b>Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>-82,3</b>	<b>-77,8</b>	<b>-76,3</b>	<b>-73,6</b>
<b>Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung</b>	<b>289,3</b>	<b>293,1</b>	<b>295,3</b>	<b>302,5</b>
Verkaufserlöse	153,5	96,8	79,6	10,5
Verkaufskosten	-10,2	-8,0	-6,7	-0,9
Buchwertabgang	-123,1	-71,4	-56,4	-8,1
<b>Ergebnis aus Verkauf</b>	<b>20,2</b>	<b>17,4</b>	<b>16,5</b>	<b>1,5</b>
Verwaltungskosten	-45,9	-45,9	-45,9	-47,0
Sonstige Aufwendungen und Erträge	-6,6	-4,0	-4,0	-2,0
Projektkosten	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Sonstige Aufwendungen und Erträge</b>	<b>-52,5</b>	<b>-49,9</b>	<b>-49,9</b>	<b>-49,0</b>
<b>Ergebnis aus Pflege und Betreutes Wohnen</b>	<b>15,0</b>	<b>15,0</b>	<b>15,0</b>	<b>15,4</b>
<b>EBITDA</b>	<b>272,0</b>	<b>275,6</b>	<b>276,9</b>	<b>270,5</b>
Abschreibungen	-5,0	-4,7	-4,6	-3,2
<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>EBT</b>	<b>140,8</b>	<b>146,2</b>	<b>149,6</b>	<b>155,6</b>
Ertragsteuern	-13,8	-13,7	-13,0	-25,8
<b>Konzernergebnis</b>	<b>127,0</b>	<b>132,5</b>	<b>136,6</b>	<b>129,8</b>
Minderheitenanteil am Konzernergebnis	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6
<b>Konzernergebnis nach Minderheiten</b>	<b>126,5</b>	<b>131,9</b>	<b>136,0</b>	<b>129,3</b>

## 6. Zu diskontierende Ergebnisse

Für die Darstellung im Rahmen dieser gutachtlichen Stellungnahme wurden die bis zum Jahr 2064 ff. ermittelten zu diskontierenden Ergebnisse barwertäquivalent in ein für die Jahre 2017 ff. nachhaltig anzusetzendes zu diskontierendes Ergebnis (Annuität) umgerechnet. Die erwarteten zu diskontierenden Ergebnisse für die Jahre 2014 bis 2017 ff. stellen sich wie folgt dar:

<b>Zu diskontierende Ergebnisse</b> Deutsche Wohnen AG (ohne GSW)	<b>2014</b> Budget Mio. EUR	<b>2015</b> Plan Mio. EUR	<b>2016</b> Plan Mio. EUR	<b>2017 ff.</b> Nachhaltig Mio. EUR
<b>Konzernergebnis 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
Nachhaltige Thesaurierung				-2,8
Dividendenausschüttung	72,2	76,7	79,3	75,0
Wertbeitrag aus fiktiver Thesaurierung	0,0	0,0	0,0	47,8
Abgeltungssteuer auf Dividendenausschüttung	-8,6	-9,2	-9,5	-17,2
Kursgewinnsteuer auf fiktive Thesaurierung	0,0	0,0	0,0	-6,3
<b>Zu diskontierende Ergebnisse</b>	<b>63,5</b>	<b>67,5</b>	<b>69,8</b>	<b>99,4</b>

Eine Darstellung der zu diskontierenden Ergebnisse inklusive des erweiterten Planungszeitraums und der Jahre 2064 ff. findet sich in Anlage 2.



## *Thesaurierung (Innenfinanzierung), Dividendenausschüttung und Wertbeitrag aus fiktiver Thesaurierung*

Über die Dividende für das Jahr 2013, die 0,34 EUR pro Aktie betragen soll und für welche die im Rahmen der GSW Übernahme neu ausgegeben Aktien nicht berechtigt sind, soll auf der Hauptversammlung am 11.06.2014 Beschluss gefasst werden. Diese Dividende ist den Aktionären am Bewertungsstichtag bereits zugeflossen, so dass dieser Abfluss in der Finanzbedarfsplanung berücksichtigt wurde.

In Abstimmung mit der Gesellschaft wurde über den Detailplanungszeitraum eine Dividendenausschüttungsquote in Höhe von 60 % des FFO ohne Verkauf angesetzt, welche wir auch für den erweiterten Planungszeitraum übernommen haben.

Das nach Dividendenausschüttung verbleibende Konzernergebnis nach Minderheiten wurde im Detailplanungszeitraum für Zwecke der Innenfinanzierung vollständig bilanziell thesauriert. Im erweiterten Planungszeitraum 2017 bis 2063 wurde der nach Innenfinanzierung verbleibende Teil der nicht als Dividende ausgeschütteten Ergebnisse unmittelbar den Aktionären als Wertbeitrag aus fiktiver Thesaurierung zugerechnet.

Die Vorgehensweise der unmittelbaren Zurechnung der thesaurierten Mittel beim Anteilseigner wird aus Vereinfachungsgründen gewählt. Alternativ könnte wertgleich eine unternehmensinterne Wiederanlage in Höhe der fiktiven Thesaurierung zum Kapitalisierungszinssatz vor den auf Unternehmensebene anfallenden Steuern angenommen werden.

## *Thesaurierung für nachhaltiges Wachstum*

Das nach Ende des erweiterten Planungszeitraums im nachhaltigen Ergebnis 2064 ff. berücksichtigte Wachstum von 1,0 % geht mit einem Wachstum der Bilanz einher. Die zur Finanzierung dieses Wachstums notwendigen Mittel werden thesauriert und stehen somit nicht für Ausschüttungen an die Anteilseigner zur Verfügung. Die Höhe der nachhaltigen Thesaurierung bemisst sich nach der Höhe der Wachstumsrate bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital zum Ende des erweiterten Planungszeitraums.

Der für die Jahre 2064 ff. nach Abzug der nachhaltigen Thesaurierung verbleibende Konzernjahresüberschuss nach Minderheiten (Bruttoausschüttung) wurde unter Berücksichtigung des historischen Ausschüttungsverhaltens börsennotierter, mit der Deutsche Wohnen vergleichbarer Unternehmen in einen Wertbeitrag aus Dividendenausschüttung und einen Wertbeitrag aus fiktiver Thesaurierung aufgeteilt.

## *Persönliche Einkommensteuer*

Bei der Ableitung der persönlichen Einkommensteuer sind die steuerlichen Konsequenzen für die Beträge zu berücksichtigen, die ausgeschüttet bzw. bilanziell oder fiktiv thesauriert werden.



Zur Berechnung der persönlichen Einkommensteuern auf die Dividendenausschüttungen wurde ein persönlicher Einkommensteuersatz (Abgeltungssteuer) inkl. Solidaritätszuschlag in Höhe von rund 26,38 % verwendet.

Nach § 27 Abs. 1 Satz 3 KStG kann eine unbeschränkt steuerpflichtige Gesellschaft Leistungen steuerfrei zurückgewähren, soweit sie den auf den Schluss des vorangegangenen Wirtschaftsjahres ermittelten ausschüttbaren Gewinn übersteigen. Der in diesem Sinne ausschüttbare Gewinn der Deutsche Wohnen wird erst in späteren Planjahren positiv, so dass Ausschüttungen der Deutsche Wohnen an ihre Anteilseigner teilweise als zunächst steuerfreie Einlagenrückgewähr erfolgen. Dabei wurde berücksichtigt, dass für inländische Aktionäre, die nach dem 01.01.2009 Aktien der Deutsche Wohnen erworben haben, Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagekonto nach Auffassung der Finanzverwaltung die Anschaffungskosten der Aktien verringern und somit zu einem Anstieg der steuerpflichtigen Veräußerungsgewinne beim Verkauf der Aktien durch die Aktionäre führen.

Hinsichtlich des Wertbeitrags der fiktiven Thesaurierung wird unterstellt, dass diese den Aktionären unmittelbar unter Abzug der Kursgewinnsteuer zufließt.

Sämtliche Gewinne aus der Veräußerung von Wertpapieren bzw. Unternehmensanteilen, die nach dem 01.01.2009 erworben wurden, unterliegen der Abgeltungssteuer inkl. Solidaritätszuschlag von rund 26,38 %. Typisierend kann angenommen werden, dass Veräußerungsgewinne erst in ferner Zukunft realisiert und besteuert werden. Die effektive steuerliche Belastung der Kursgewinne wird aufgrund dieses Steuerstundungseffekts tendenziell unter jener von Dividenden liegen. Unter Berücksichtigung einer sehr langen Haltedauer wurde eine effektive Kursgewinnsteuer auf die fiktiv thesaurierten Beträge in Höhe der hälftigen Abgeltungssteuer mit rund 13,19 % in Abzug gebracht.

Die zu diskontierenden Ergebnisse ergeben sich aus der Summe der Dividendenausschüttungen (abzüglich Abgeltungssteuer) und dem Wertbeitrag aus fiktiver Thesaurierung (abzüglich Kursgewinnsteuer).

## II. Ertragswert des operativen Geschäfts

Die prognostizierten zu diskontierenden Ergebnisse wurden unmittelbar auf den Bewertungsstichtag 18.06.2014 diskontiert. Es ergibt sich ein Ertragswert der Deutsche Wohnen (ohne GSW) zum 18.06.2014 in Höhe von rund 2.542,4 Mio. EUR.

<b>Ertragswert</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017 ff.</b>
Deutsche Wohnen AG (ohne GSW)	Budget	Plan	Plan	Nachhaltig
	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
<b>Zu diskontierende Ergebnisse</b>	<b>63,5</b>	<b>67,5</b>	<b>69,8</b>	<b>99,4</b>
Kapitalisierungszinssatz	4,91%	4,84%	4,79%	3,74%
Barwertfaktor	0,9746	0,9296	0,8872	23,7105
Barwerte - pro Jahr	61,9	62,8	62,0	2.355,7
<b>Ertragswert</b>	<b>18.06.2014</b>	<b>2.542,4</b>		

Eine Darstellung des Ertragswerts inklusive Ausweis des erweiterten Planungszeitraums und der Jahre 2064 ff. findet sich in Anlage 2.

## III. Sonderwerte

Nach Auskunft der Deutsche Wohnen verfügt die Gesellschaft über nicht betriebsnotwendiges Vermögen, das von uns als Sonderwert berücksichtigt wurde. Die Beteiligung an der GSW, andere nicht in der Planung abgebildete Beteiligungen sowie das bestehende Körperschaftsteuerguthaben wurden ebenfalls als Sonderwerte berücksichtigt.

### *Beteiligung an der GSW*

Die Deutsche Wohnen hält bei Abschluss unserer Arbeiten 52.154.429 Aktien der GSW, was einem Anteil von rund 92,02 % am Grundkapital der GSW entspricht. Diese Beteiligung der Deutsche Wohnen an der GSW wurde in Höhe des durchgerechneten anteiligen Unternehmenswerts der GSW zum Bewertungsstichtag 18.06.2014 als Sonderwert in Höhe von rund 1.830,6 Mio. EUR bei der Deutsche Wohnen berücksichtigt.

### *Andere Beteiligungen*

Die Deutsche Wohnen besitzt Minderheitsbeteiligungen, welche aus Wesentlichkeitsgründen nicht in der Planungsrechnung berücksichtigt wurden und deshalb als Sonderwert zu behandeln sind. Der Ansatz des jeweiligen Sonderwerts dieser Minderheitsbeteiligungen erfolgt mit dem Buchwert der Beteiligung bzw. mit dem anteiligen Eigenkapital der Gesellschaft, falls dieses ermittelbar und höher war als der anteilige Buchwert. Die so ermittelten Sonderwerte belaufen sich auf insgesamt rund 5,6 Mio. EUR.

Die Deutsche Wohnen hält darüber hinaus noch eine Beteiligung an der Stadtentwicklungsgesellschaft Eldenaer Straße mbH, welche sich aktuell in Liquidation befindet. Nach Auskunft der Gesellschaft sind alle wesentlichen Vermögenswerte und Schulden bereits

im Geschäftsjahr 2013 auf andere Gesellschaften des Deutsche Wohnen-Konzerns übergegangen, weshalb diese nicht gesondert bewertet wurde.

*Nicht betriebsnotwendiges Vermögen*

Nach Auskunft der Deutsche Wohnen verfügt die Gesellschaft über nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Dies umfasst Kunstgegenstände, Architekturmodelle sowie unbebaute Grundstücke.

Die Kunstgegenstände umfassen im Wesentlichen Gemälde. Der Wert der Kunstgegenstände und Architekturmodelle wurde von der Gesellschaft mit insgesamt rund 0,6 Mio. EUR geschätzt. Die unbebauten Grundstücke werden zum einen Teil als Finanzinvestitionen und zum anderen Teil als zum Verkauf bestimmte Grundstücke bilanziert. Der Buchwert dieser Grundstücke beläuft sich zum 31.12.2013 auf rund 13,1 Mio. EUR. Das auskunftsgemäß bestehende nicht betriebsnotwendige Vermögen wurde insgesamt mit rund 13,7 Mio. EUR berücksichtigt.

*Körperschaftsteuerguthaben*

Die bei Konzerngesellschaften der Deutsche Wohnen auskunftsgemäß bestehenden Körperschaftsteuerguthaben wurden im Rahmen der Bewertung als Sonderwert angesetzt. Insgesamt bestand zum 31.12.2013 ein Körperschaftsteuerguthaben in Höhe von rund 49,4 TEUR. Dieses wurde auf den Bewertungsstichtag aufgezinst und in Höhe von 50,6 TEUR als Sonderwert angesetzt.

Die als Sonderwerte angesetzten Vermögenswerte sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst. Zum 18.06.2014 belaufen sich die Sonderwerte insgesamt auf rund 1.850,0 Mio. EUR.

<b>Sonderwerte</b>		
Deutsche Wohnen AG		in Mio. EUR
Beteiligung an der GSW		1.830,6
Andere Beteiligungen		5,6
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen		13,7
Körperschaftsteuerguthaben		0,1
<b>Sonderwerte</b>	<b>18.06.2014</b>	<b>1.850,0</b>

#### IV. Unternehmenswert und Wert je Aktie

Wir haben zum Bewertungsstichtag 18.06.2014 einen Unternehmenswert in Höhe von rund 4.392,4 Mio. EUR und einen Wert je Aktie der Deutsche Wohnen in Höhe von 15,35 EUR ermittelt.

<b>Wertübersicht</b>		
Deutsche Wohnen AG		in Mio. EUR
<b>Ertragswert</b>	<b>18.06.2014</b>	<b>2.542,4</b>
Sonderwerte	18.06.2014	1.850,0
<b>Unternehmenswert</b>	<b>18.06.2014</b>	<b>4.392,4</b>
Anzahl der Aktien (in 1.000)		286.217
<b>Wert je Aktie in EUR</b>	<b>18.06.2014</b>	<b>15,35</b>

## G. PLAUSIBILISIERUNG DER ERMITTELTEN UNTERNEHMENSWERTE

### I. Multiplikatoren

Zur Plausibilisierung unserer auf internen Unternehmensdaten beruhenden Unternehmensbewertung haben wir eine vergleichende Analyse auf der Basis öffentlicher Kapitalmarktdaten vorgenommen. Derartige Multiplikatoren-Bewertungen stellen nur vereinfachte, pauschale Ertragsbewertungen dar, sie dienen daher lediglich zu Plausibilisierungszwecken.

Als Basis der Multiplikator-Bewertung dienten Ergebnis- und Marktkapitalisierungsdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (vgl. dazu oben Abschnitt D.II.4.b). Die klassische Ergebniskennziffer EBITDA haben wir in Relation zum Gesamtunternehmenswert („Entity Value“) gesetzt. Dabei haben wir auf die Ist-Werte bzw. die Konsensus Schätzungen des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg für das Ist-Jahr 2013 bzw. die Jahre 2014 bis 2016 zurückgegriffen.

Die so für die Jahre 2013 bis 2016 gewonnenen Ergebnismultiplikatoren haben wir auf die entsprechenden Ergebnisgrößen der GSW für die entsprechenden Jahre angewendet. Die beschriebene Vorgehensweise basiert auf der Annahme, dass das Verhältnis von Gesamtunternehmenswert und Ergebnisgröße bei dem zu bewertenden Unternehmen und den Unternehmen der Vergleichsgruppe ähnlich ist. Es ergeben sich folgende Werte für die GSW:

GSW Immobilien AG		2013	2014	2015	2016
Marktwert des Eigenkapitals auf Basis von EBITDA-Multiplikatoren		Ist in Mio. EUR	Plan in Mio. EUR	Plan in Mio. EUR	Plan in Mio. EUR
Multiplikator	Minimum	21,7x	18,4x	17,3x	17,1x
	Maximum	25,3x	22,6x	20,7x	20,6x
EBITDA		150	178	182	191
Gesamtvermögenswert	Minimum	3.241	3.288	3.146	3.258
	Maximum	3.779	4.022	3.764	3.927
Nettoschuldenposition		-1.815	-1.815	-1.815	-1.815
Sonderwerte		25	25	25	25
Eigenkapitalwert	Minimum	1.451	1.497	1.356	1.468
	Maximum	1.988	2.232	1.974	2.137

Nach Abzug der Nettoschuldenposition von den resultierenden Gesamtvermögenswerten ergibt sich bezogen auf den niedrigsten und den höchsten Multiplikator eine Bandbreite an Eigenkapitalwerten für die GSW (inkl. Sonderwerte) von rund 1.356 Mio. EUR bis rund 2.232 Mio. EUR. Der auf Basis des Ertragswertverfahrens abgeleitete Eigenkapitalwert der GSW (inkl. Sonderwerte) von rund 1.989 Mio. EUR liegt somit im oberen Bereich innerhalb der Bandbreite dieser vereinfacht abgeleiteten Eigenkapitalwerte.

Die Bandbreite vereinfacht abgeleiteter Gesamtvermögenswerte wurde für die Deutsche Wohnen korrespondierend zur GSW ermittelt. Konkret wurden die für die Jahre 2013 bis 2016 gewonnenen Ergebnismultiplikatoren auf die entsprechenden Ergebnisgrößen der Deutsche Wohnen stand-alone, d. h. ohne Berücksichtigung der GSW für die entsprechenden Jahre angewendet. Es ergeben sich folgende Werte für die Deutsche Wohnen:

<b>Deutsche Wohnen AG</b>		<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Marktwert des Eigenkapitals auf Basis von EBITDA-Multiplikatoren		Ist	Plan	Plan	Plan
		in Mio. EUR	in Mio. EUR	in Mio. EUR	in Mio. EUR
Multiplikator	Minimum	21,7x	18,4x	17,3x	17,1x
	Maximum	25,3x	22,6x	20,7x	20,6x
EBITDA Deutsche Wohnen (stand-alone)		262	272	276	277
anteiliges EBITDA GSW (92,02 %)		138	164	168	175
EBITDA		400	436	443	452
Gesamtvermögenswert	Minimum	8.662	8.042	7.655	7.730
	Maximum	10.098	9.837	9.161	9.318
Nettoschulden Deutsche Wohnen (stand-alone)		-3.461	-3.461	-3.461	-3.461
anteilige Nettoschulden GSW (92,02 %)		-1.670	-1.670	-1.670	-1.670
Nettoschuldenposition		-5.131	-5.131	-5.131	-5.131
Sonderwerte Deutsche Wohnen (ohne GSW)		19	19	19	19
anteiliger Sonderwert GSW (92,02 %)		23	23	23	23
Sonderwerte		42	42	42	42
Eigenkapitalwert	Minimum	3.574	2.953	2.566	2.641
	Maximum	5.009	4.749	4.072	4.229

Nach Abzug der Nettoschuldenposition der Deutsche Wohnen (ohne GSW) sowie der anteiligen Nettoschuldenposition der GSW ergibt sich bezogen auf den niedrigsten und den höchsten Multiplikator eine Bandbreite an Eigenkapitalwerten für die Deutsche Wohnen (inkl. Sonderwerte) von rund 2.566 Mio. EUR bis rund 5.009 Mio. EUR. Der auf Basis des Ertragswertverfahrens abgeleitete Eigenkapitalwert der Deutsche Wohnen (inkl. Sonderwerte) von rund 4.392 Mio. EUR liegt somit im oberen Bereich innerhalb der Bandbreite dieser vereinfacht abgeleiteten Eigenkapitalwerte.

## II. Net Asset Value

Zur weiteren Plausibilisierung der von uns auf Basis der vorliegenden Unternehmensplanungen ermittelten Unternehmenswerte haben wir den EPRA NAV der Gesellschaften herangezogen. Diesen veröffentlichen die Gesellschaften im Rahmen ihres Geschäftsberichts.

Der EPRA NAV ist ein Bewertungsmaßstab für den Fair Value des Nettovermögenswertes einer Immobiliengesellschaft, die langfristig ihre Immobilien zur Vermietung und Bewirtschaftung hält. Die Immobilien sind dabei mit ihrem auf Grundlage der Discounted

Cash Flow-Methode ermittelten Marktwert zu bewerten. Positionen, von denen angenommen wird, dass sie in der regulären Fortführung des Geschäftsmodells keinen Einfluss auf die langfristigen Vermögenspositionen der Eigentümer haben, sind hingegen zu bereinigen.

Der unverwässerte EPRA NAV zum 31.12.2013 der GSW und Deutsche Wohnen stellt sich ausweislich der jeweiligen Geschäftsberichte im Vergleich zu den von uns ermittelten Unternehmenswerten je Aktie jeweils wie folgt dar:

EPRA NAV	GSW in EUR	Deutsche Wohnen in EUR
EPRA NAV je Aktie (unverwässert)*	30,02	13,99
Unternehmenswert je Aktie	35,10	15,35

\* zum 31.12.2013, veröffentlicht in den jeweiligen Geschäftsberichten

Der für die GSW ermittelte Unternehmenswert in Höhe von 35,10 EUR je Aktie liegt oberhalb des unverwässerten EPRA NAV der GSW von rund 30,02 EUR je Aktie. Der für die Deutsche Wohnen ermittelte Unternehmenswert in Höhe von rund 15,35 EUR je Aktie liegt ebenfalls über dem unverwässerten EPRA NAV der Deutsche Wohnen von rund 13,99 EUR je Aktie. Bei diesem Vergleich ist zu berücksichtigen, dass die Kapitalmarktrenditen und insbesondere der Basiszinssatz seit Ende 2013 gesunken sind, was sich in tendenziell höheren Ertragsbewertungen widerspiegelt.

Der ermittelte Unternehmenswert der GSW übersteigt den unverwässerten EPRA NAV der GSW mit rund 16,9 % in stärkerem Maße als dies bei der Deutsche Wohnen (rund 9,7 %) beobachtbar ist. Dieser Befund erscheint insofern nicht unplausibel, als dass im Rahmen der Ertragsbewertung bei beiden Gesellschaften vorvertraglich realisierbare Synergien berücksichtigt wurden. In dem unverwässerten EPRA NAV der GSW finden diese konzeptionell gleichwohl keinen Eingang, während die erwarteten Synergien über den bei der Deutsche Wohnen bilanzierten Goodwill im unverwässerten EPRA NAV der Deutsche Wohnen Berücksichtigung finden.

Insgesamt ergeben sich aus dieser Betrachtung für uns keine Anhaltspunkte, dass die von uns auf Basis der vorliegenden Unternehmensplanungen ermittelten Unternehmenswerte nicht plausibel sind.

### **III. Übernahmeangebot und Angebotsgegenleistung**

Anlass unserer Bewertung ist die Absicht der Deutsche Wohnen und der GSW, einen Beherrschungsvertrag abzuschließen. In den Dokumenten und Veröffentlichungen zu dem Übernahmeangebot hat die Deutsche Wohnen eine Angebotsgegenleistung von 51 neue, auf den Inhaber lautende Stückaktien der Deutsche Wohnen mit Gewinnberechtigung ab 01.01.2014 im Tausch gegen 20 GSW-Aktien geboten. Umgerechnet bekam jeder GSW-



Aktionär also für jede GSW-Aktie 2,55 Deutsche Wohnen-Aktien. Diese Angebotsgegenleistung beinhaltet einen Aufschlag gegenüber dem Börsenkurs und diente nach Angaben der Deutsche Wohnen dazu, das Angebot für die GSW-Aktionäre attraktiver zu gestalten.

Grundsätzlich sind tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmensanteile wichtige Orientierungsgrößen bei der Beurteilung der Plausibilität von Unternehmens- und Anteilswerten. Sie ersetzen jedoch keine Unternehmensbewertung (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 13).

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94) ist es gleichwohl verfassungsrechtlich unbedenklich, wenn von dem herrschenden Unternehmen tatsächlich gezahlte Preise für Aktien der abhängigen Gesellschaft unberücksichtigt bleiben. So können tatsächlich gezahlte Preise des Hauptaktionärs auf Grund der ihnen innewohnenden Grenznutzenbetrachtung hinsichtlich des Kontrollerwerbs vom Verkehrswert der Aktien abweichen. Hierbei können erwartete Synergien eine Rolle spielen.

Bezug nehmend auf die genannte Rechtsprechung halten wir das im Rahmen des Übernahmeangebots angebotene Umtauschverhältnis für die hier vorzunehmende Ermittlung der angemessenen Abfindung nach § 305 Abs. 2 Nr. 1 AktG für nicht relevant.

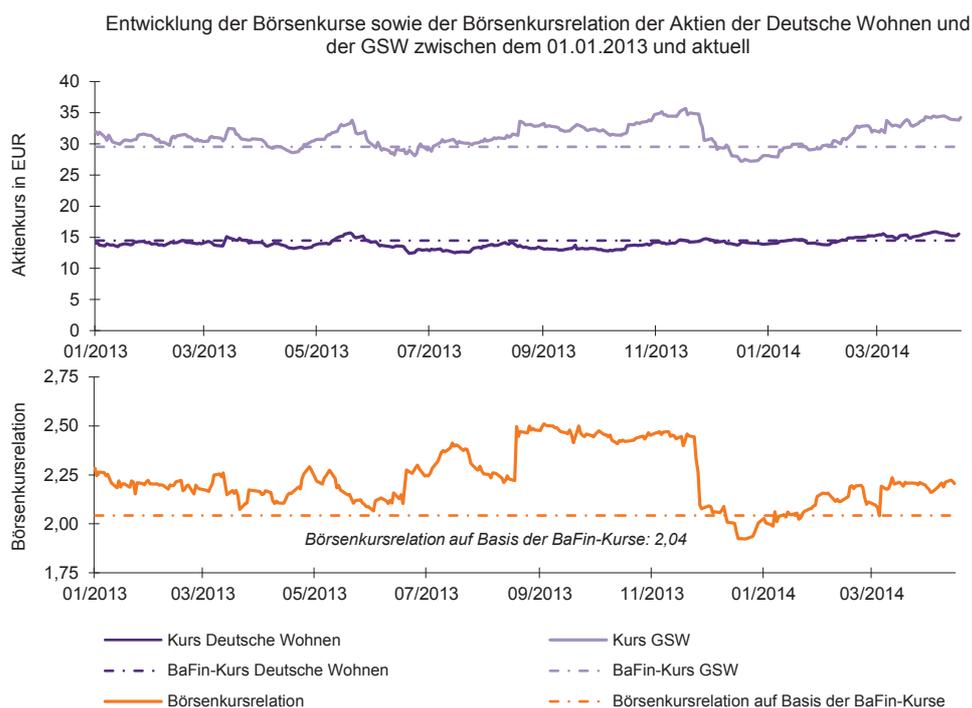
#### **IV. Börsenkurs**

Der Rechtsprechung des BGH folgend, vgl. Abschnitt D.I.5, ist der durchschnittliche Börsenkurs der abhängigen Gesellschaft für eine dreimonatige Referenzperiode Wertuntergrenze im Rahmen der Ermittlung der angemessenen Umtauschrelation für die Abfindung bzw. der Ermittlung des angemessenen Ausgleichs. Für den Endpunkt der Referenzperiode ist dabei auf die Bekanntgabe der Maßnahme abzustellen.

Ausgehend von einer Analyse der Börsenkursentwicklung der Aktie der GSW und der Deutsche Wohnen begründen wir nachfolgend die Ableitung des Dreimonatszeitraums, der der Ermittlung des Börsendurchschnittskurses zugrunde gelegt wurde.

*Analyse der Börsenkursentwicklung und Börsenkursrelation*

In nachfolgender Tabelle sind zunächst die Börsenkursentwicklungen beider Gesellschaften sowie die damit verbundene Börsenkursrelation dargestellt:



Am 20.08.2013 hat die Deutsche Wohnen bekannt gegeben, den Aktionären der GSW ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot zu unterbreiten, ihre auf den Inhaber lautenden Stückaktien durch Tausch von jeweils 20 Aktien der GSW gegen 51 neue, auf den Inhaber lautende Stückaktien der Deutsche Wohnen mit Gewinnberechtigung ab 01.01.2014 erwerben zu wollen. Am Tag dieser Ankündigung stieg der Kurs der Aktie der GSW um rund 6,3 % von 31,47 EUR auf 33,45 EUR, während der Aktienkurs der Deutsche Wohnen um rund 4,7 % von 14,16 EUR auf 13,49 EUR nachgab. Die Börsenkursrelation der GSW-Aktie zur Deutsche Wohnen-Aktie stieg an diesem Tag von rund 2,22 auf rund 2,48.

Nach erfolgter Freigabe der Transaktion durch das Bundeskartellamt am 30.08.2013 und der Erteilung der Zustimmung der Aktionäre der Deutsche Wohnen für eine Kapitalerhöhung zur Ermöglichung der Übernahme der GSW am 30.09.2013 veröffentlichte die Deutsche Wohnen am 01.10.2013 das Übernahmeangebot zum Tausch von 1 Aktie der GSW in 2,55 Aktien der Deutsche Wohnen. Die Börsenkursrelation beider Aktien betrug am nächsten Tag rund 2,46. Bis zum Ende der Angebotsfrist am 30.10.2013 bewegte sich die Börsenkursrelation innerhalb einer Bandbreite von 2,41 bis 2,47.



Nach Bekanntgabe der endgültigen Annahmquote von rund 91,05 % am 22.11.2013 gab die Deutsche Wohnen am 27.11.2013 die erfolgreiche Durchführung der Angebotskapitalerhöhung gegen Sacheinlage von GSW-Aktien bekannt. Der Aktienkurs der GSW gab von 34,95 EUR am 22.11.2013 auf 30,50 EUR am 28.11.2013 nach. Auch in den folgenden Handelstagen zeigte sich der Börsenkurs der GSW weiterhin schwach und fiel auf sein Jahrestief von 27,17 EUR am 18.12.2013. Die Börsenkursrelation zur Deutsche Wohnen betrug an diesem Tag 1,96. Seitdem konnte sich der Aktienkurs der GSW wieder bis auf 31,90 EUR am 06.03.2014 erholen.

Am 07.03.2014 teilte die Deutsche Wohnen mit, dass die Vorstände der beiden Gesellschaften mit Zustimmung des jeweiligen Aufsichtsrats beschlossen haben, einen Beherrschungsvertrag abzuschließen. Maßgeblich für die Ermittlung der angemessenen Umtauschrelation für die Abfindung bzw. des angemessenen Ausgleichs ist entsprechend der dreimonatige Zeitraum vor Bekanntgabe der Maßnahme. Da zum Zeitpunkt der Bekanntgabe noch nicht alle Börsenplätze geschlossen waren, erachten wir in dem vorliegenden Fall den 06.03.2014 als den relevanten Stichtag zur Ermittlung der relevanten Börsendurchschnittskurse.

#### *Relevanter Börsendurchschnittskurs als Wertuntergrenze*

Zur Ermittlung des Börsendurchschnittskurses im relevanten Dreimonatszeitraum, der am 06.03.2014 endete, wird auf die Berechnung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) zurückgegriffen. Der von der BaFin nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i. V. m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung berechnete gültige Mindestpreis der Aktie der GSW beträgt für den entsprechenden Zeitraum 29,54 EUR und liegt somit unterhalb des von uns auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswerts der GSW je Aktie.

In der dreimonatigen Referenzperiode vom 07.12.2013 bis einschließlich 06.03.2014 wurden Aktien der GSW an jedem der in diesem Zeitraum liegenden 59 Handelstagen gehandelt. Das Volumen der täglich an den Börsenplätzen gehandelten Anzahl von GSW-Aktien schwankte während des betrachteten Zeitraums zwischen 8.601 und 338.137 Stück.

Da zwischen der Bekanntgabe der beabsichtigten Strukturmaßnahme am 07.03.2014 und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung der GSW am 18.06.2014 bzw. der Deutsche Wohnen am 11.06.2014 ein üblicher Zeitraum von weniger als sechs bis sieben Monaten liegt, erachten wir die Anpassung des Börsenkurses auf Basis der dazwischen liegenden Kursentwicklung für verzichtbar.

Neben der Betrachtung des Börsendurchschnittskurses als Wertuntergrenze für die GSW haben wir noch die Relation der BaFin Mindestpreise zwischen den Aktien der GSW und der Deutsche Wohnen betrachtet. Der von der BaFin nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i. V. m.



§ 5 WpÜG-Angebotsverordnung berechnete gültige Mindestpreis der Aktie der Deutsche Wohnen beträgt für den entsprechenden Zeitraum 14,46 EUR. Die resultierende Börsenkursrelation GSW zu Deutsche Wohnen beträgt 2,04 und liegt unterhalb des von uns auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten rechnerischen Umtauschverhältnisses (siehe Abschnitt H.I).

## H. RECHNERISCHE ABLEITUNG VON AUSGLEICH UND ABFINDUNG

### I. Abfindung

Der Unternehmenswert der GSW beträgt zum 18.06.2014 rund 1.989,4 Mio. EUR. Bezogen auf das in 56.676.960 Stückaktien eingeteilte Grundkapital der GSW ergibt sich ein Wert je Aktie der GSW von 35,10 EUR.

Der von der BaFin für den als relevant erachteten Dreimonatszeitraum ermittelte Börsendurchschnittskurs der GSW beträgt 29,54 EUR und liegt damit unterhalb des Unternehmenswerts je Aktie von 35,10 EUR. Daher ist das der Abfindung zugrundeliegende Umtauschverhältnis auf Grundlage des von uns ermittelten Unternehmenswerts der GSW zu bestimmen.

Der Unternehmenswert der Deutsche Wohnen beträgt zum 18.06.2014 rund 4.392,4 Mio. EUR. Bezogen auf das in 286.216.731 Stückaktien eingeteilte Grundkapital der Deutsche Wohnen ergibt sich ein Wert je Aktie der Deutsche Wohnen von 15,35 EUR.

Aus den berechneten Unternehmenswerten der GSW und der Deutsche Wohnen ergeben sich Werte je Aktie, die in einem rechnerischen Umtauschverhältnis von

**2,29 Deutsche Wohnen Aktien je 1 GSW Aktie**

zueinander stehen.

Gemäß § 305 AktG muss die festgelegte Abfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der zukünftig beherrschten Gesellschaft berücksichtigen. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Arbeiten am 23.04.2014 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der ordentlichen Hauptversammlung der GSW am 18.06.2014 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf die Bemessung der Abfindung auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.

### II. Ausgleich

Den außenstehenden Aktionären ist als Ausgleich gem. § 304 Abs. 1 Satz 2 AktG ein bestimmter jährlicher Gewinnanteil zu garantieren (Garantiedividende). Dabei ist gem. § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags 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 durchschnittlichen Dividende entspricht, die er ohne den Unternehmensvertrag erhalten würde.

## **1. Ableitung des durchschnittlichen Gewinnanteils**

Die Ableitung eines durchschnittlichen, festen künftigen Gewinns bei tatsächlich schwankenden Gewinnerwartungen erfolgt finanzmathematisch korrekt durch Verzinsung des Barwerts der schwankenden Gewinne. Der Barwert der schwankenden Gewinne ist abgebildet in dem nach den Grundsätzen der Ertragswertmethode gemäß IDW S 1 i. d. F. 2008 ermittelten Unternehmenswert.

Der feste Ausgleich je Anteil ergibt sich demnach grundsätzlich, indem der in Abschnitt E.IV ermittelte Unternehmenswert der GSW verzinst wird.

Bei der Ermittlung des angemessenen Zinssatzes für die Ermittlung des festen Ausgleichs ist das mit der Ausgleichszahlung verbundene Risiko für den Ausgleichsempfänger zu untersuchen.

Während der Laufzeit des Beherrschungsvertrags erhält der Ausgleichsempfänger einen durch die Deutsche Wohnen garantierten festen Ausgleich in Form einer Garantiedividende. Insofern steht der Ausgleichsempfänger einem Gläubiger der Deutsche Wohnen gleich. Unsicherheit besteht für den Ausgleichsempfänger hinsichtlich der Laufzeit des Beherrschungsvertrags und seiner Vermögensposition nach Beendigung des Beherrschungsvertrags. Vor diesem Hintergrund ist der Ausgleich einerseits verglichen mit einer sicheren Staatsanleihe als unsicherer, andererseits verglichen mit einem Unternehmensanteil an der GSW als sicherer einzuschätzen.

Der für die Durchschnittsermittlung relevante Zinssatz liegt damit zwischen dem risikofreien Basiszinssatz und dem risikobehafteten Kapitalisierungszinssatz. Da keine Anhaltspunkte dafür vorliegen, dass der Risikogehalt eher durch das untere oder das obere Limit geprägt wird, wurde von uns der Mittelwert zwischen beiden Renditen angesetzt.

Der für die Ableitung des Ausgleichsbetrags zur Verrentung angesetzte Zinssatz ergibt sich mithin aus der Summe des risikolosen Basiszinssatzes und des hälftigen Risikozuschlags, der der Bewertung der GSW zugrunde gelegt wurde. Der Verrentungssatz vor Steuern ergibt sich damit aus dem Basiszinssatz in Höhe von 2,50 % und einem Risikozuschlag in Höhe von rund 1,48 %, mithin in Höhe von rund 3,98 %.

Der Ausgleichsbetrag ermittelt sich zusammenfassend unter Heranziehung des Unternehmenswerts der GSW je Aktie in Höhe von 35,10 EUR und einem Verrentungssatz von rund 3,98 %. Zum 18.06.2014 ergibt sich somit ein Ausgleich je GSW-Aktie von 1,40 EUR.

## **2. Berücksichtigung der Körperschaftsteuer nach der BGH-Rechtsprechung**

Hinsichtlich des Ausgleichs hat der BGH mit Beschluss vom 21.07.2003, II ZB 17/01, entschieden, dass als Ausgleich i. S. d. § 304 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 Satz 1 AktG den außen-



stehenden Aktionären der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinn je Aktie, abzüglich der von der Gesellschaft zu entrichtenden (Ausschüttungs-) Körperschaftsteuer in Höhe des jeweils gültigen Steuertarifs, als feste Größe zuzusichern ist. Der BGH bezieht dabei nur die Belastung mit inländischer Körperschaftsteuer in die Betrachtung ein, andere inländische sowie ausländische Steuerbelastungen bleiben unberücksichtigt. Ebenfalls unberücksichtigt bleibt das Zusammenspiel möglicher Körperschaftsteueränderungen auf Unternehmensebene mit Veränderungen der Einkommensbesteuerung auf Ebene der Anteilseigner.

Nach dem vorstehend genannten Beschluss gilt als erwirtschafteter Gewinn der Gewinn vor Körperschaftsteuer, weil die Höhe der Körperschaftsteuer von der Gesellschaft selbst nicht beeinflusst werden könne, sondern lediglich Ausfluss des von ihr erwirtschafteten Gewinns sei. Insbesondere im Fall einer zukünftigen gesetzlichen Absenkung des Körperschaftsteuertarifs sieht der BGH einen ungerechtfertigten Vorteil der Gesellschaft bzw. Obergesellschaft auf Kosten des außenstehenden Aktionärs, weil dann ein entsprechend höherer Betrag für die Gewinnausschüttung zur Verfügung stünde als der einmal als dauerhafte Nettogröße festgesetzte Ausgleich. Bei einer solchen Senkung des Steuersatzes würde dann eine Vollausschüttung des zuvor ermittelten durchschnittlich verteilbaren Bruttogewinns tatsächlich nicht mehr stattfinden.

Diese Vorgehensweise stellt nach Auffassung des BGH das Stichtagsprinzip nicht in Frage, weil bei der Festsetzung des Ausgleichs der durchschnittlich verteilbare Bruttogewinn als feste Größe aus dem objektiven Wert des Unternehmens abzuleiten sei, so dass nur die Organisationsverhältnisse und die wirtschaftlichen und rechtlichen Strukturen des Unternehmens maßgeblich seien, die am Bewertungsstichtag vorhanden sind.

Unter Berücksichtigung des aktuell gültigen Körperschaftsteuersatzes von 15 % und des Solidaritätszuschlags von 5,5 %, insgesamt mithin 15,83 %, leitet sich der mit dem oben berechneten Nettoausgleich von 1,40 EUR korrespondierende jährliche Ausgleich vor Körperschaftsteuer („Bruttoausgleich“) in Höhe von brutto 1,66 EUR je Aktie ab. Von diesem Bruttoausgleich ist künftig die jeweils gültige Körperschaftsteuerbelastung in Abzug zu bringen. Bei Fortgeltung der derzeitigen steuerlichen Regelungen sind dies 15,83 % auf 1,66 EUR, mithin rund 0,26 EUR je Aktie, so dass bei unverändertem Steuerrecht der Nettoausgleich weiterhin 1,40 EUR je Aktie betragen wird.



## **I. SCHLUSSBEMERKUNG**

Wir hatten den Auftrag, Unternehmensbewertungen der GSW und der Deutsche Wohnen vorzunehmen und die Höhe der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG sowie des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu ermitteln.

Anlass für diese Bewertung ist der geplante Abschluss eines Beherrschungsvertrags gemäß § 291 AktG zwischen der Deutsche Wohnen als herrschender Gesellschaft und der GSW als beherrschter Gesellschaft. Über den Abschluss des Beherrschungsvertrags sollen die ordentlichen Hauptversammlungen der Deutsche Wohnen am 11.06.2014 und der GSW am 18.06.2014 beschließen.

Wir haben diese gutachtliche Stellungnahme und insbesondere die Ertragsbewertung der GSW und der Deutsche Wohnen auf Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie der uns erteilten Auskünfte erstellt. Daneben haben wir die Ergebnisse eigener Untersuchungen berücksichtigt.

Unsere Bewertung erfolgte unter Beachtung der Stellungnahme IDW S 1 i. d. F. 2008. Danach ergibt sich für die GSW zum Bewertungsstichtag 18.06.2014 ein Unternehmenswert von rund 1.989,4 Mio. EUR bzw. von rund 35,10 EUR je Aktie und für die Deutsche Wohnen ein Unternehmenswert von rund 4.392,4 Mio. EUR bzw. von rund 15,35 EUR je Aktie. Aus den berechneten Unternehmenswerten der GSW und der Deutsche Wohnen ergibt sich ein rechnerisches Umtauschverhältnis von

2,29 Deutsche Wohnen Aktien je 1 GSW Aktie.

Der auf Basis des von uns ermittelten Unternehmenswerts der GSW abgeleitete Ausgleichsbetrag beträgt brutto jährlich 1,66 EUR je GSW-Aktie. Davon ist die jeweilige Körperschaftsteuerbelastung inklusive Solidaritätszuschlag nach Maßgabe des jeweils geltenden Steuertarifs in Abzug zu bringen. Bei der derzeit geltenden Körperschaftsteuerbelastung inklusive Solidaritätszuschlag von 15,83 % resultiert je Stückaktie ein steuerlicher Abzugsbetrag von 0,26 EUR und ein Ausgleichsbetrag von netto 1,40 EUR.



Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Arbeiten am 23.04.2014 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der ordentlichen Hauptversammlung der GSW am 18.06.2014 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf die Bemessung der Abfindung und des Ausgleichs auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.

Wir erstatten diese gutachtliche Stellungnahme nach bestem Wissen und Gewissen unter Beachtung der Berufsgrundsätze, wie sie in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüferordnung niedergelegt sind, als neutraler und unabhängiger Gutachter.

Düsseldorf, 23. April 2014

Warth & Klein Grant Thornton AG  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Prof. Dr. Martin Jonas  
Wirtschaftsprüfer

Silke Jacobs  
Wirtschaftsprüferin

Anlagen

Anlage 1



Anlage 2



Anlage 3

# 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) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z. B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse 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 rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden. Die Begrenzung auf das Fünffache der Mindestversicherungssumme gilt nicht bei gesetzlich vorgeschriebenen Pflichtprüfungen.

(3) Ausschlussfristen

Ein Schadensersatzanspruch kann nur innerhalb einer Ausschlussfrist 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:

- 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
- Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

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

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger 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

- die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z. B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrsteuer, Grunderwerbsteuer,
- die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen und
- 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 sonst wie 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.