

Bericht

über die Prüfung des Beherrschungs- und
Gewinnabführungsvertrags
gemäß § 293b AktG zwischen der

Deutsche Wohnen SE,

Berlin,

und der

Vonovia SE,

Bochum

INHALTSVERZEICHNIS

A.	Auftrag und Auftragsdurchführung	1
I.	Auftrag	1
II.	Auftragsdurchführung	3
B.	Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung	6
C.	Formelle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags	8
1.	Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften	8
2.	Leitung	8
3.	Gewinnabführung	9
4.	Verlustübernahme	10
5.	Ausgleich	10
6.	Abfindung	12
7.	Wirksamwerden und Dauer des Vertrags	13
8.	Salvatorische Klausel	14
9.	Ergebnis der formellen Prüfung	14
D.	Materielle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags	15
I.	Grundlagen und Bewertungsmethodik	15
1.	Methoden zur Ermittlung von angemessener Abfindung und angemessenem Ausgleich	15
2.	Methoden der Unternehmenswertermittlung	16
3.	Liquidationswert und Substanzwert	17
4.	Nettovermögen (Net Asset Value)	18
5.	Vergleichsorientierte Bewertung	19
6.	Vorerwerbe	20
7.	Bewertungsvorgehen des Bewertungsgutachters	20
8.	Bewertungsstichtag	23
II.	Prüfung der Ableitung des Unternehmenswerts der Vonovia	24
1.	Vorgehensweise	24
2.	Bewertungsobjekt	26
a)	Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	26
aa)	Gesellschaftsrechtliche Grundlagen	26
ab)	Geschäftstätigkeit	27

ac) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage	28
ad) Markt- und Wettbewerbsumfeld	40
b) Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts	40
3. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoausschüttungen	41
a) Planungsprozess	41
b) Planungsrechnung des operativen Ergebnisses	42
c) Nachhaltiges operatives Ergebnis	49
d) Nettoausschüttungen nach persönlicher Ertragsteuer	49
da) Herleitung der Nettoausschüttungen nach persönlicher Ertragsteuer	49
db) Finanzergebnis, Unternehmenssteuern und Minderheitenanteile	49
dc) Ausschüttungen und persönliche Ertragsteuer	50
4. Kapitalisierungszinssatz	52
a) Basiszinssatz	53
b) Risikozuschlag	55
ba) Anwendung des Tax-CAPM	55
bb) Marktrisikoprämie	56
bc) Betafaktoren	58
c) Wachstumsabschlag	61
d) Periodenspezifische Kapitalisierungszinssätze	62
5. Sonderwerte	63
6. Unternehmenswert und Wert je Aktie	64
III. Prüfung der Ableitung des Unternehmenswerts der Deutsche Wohnen	65
1. Vorgehensweise	65
2. Bewertungsobjekt	67
a) Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	67
aa) Gesellschaftsrechtliche Grundlagen	67
ab) Geschäftstätigkeit	69
ac) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage	70
ad) Markt- und Wettbewerbsumfeld	79
b) Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts	79
3. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoausschüttungen	80
a) Planungsprozess	80
b) Planungsrechnung des operativen Ergebnisses	80
c) Nachhaltiges operatives Ergebnis	86
d) Nettoausschüttungen nach persönlicher Ertragsteuer	87

da) Herleitung der Nettoausschüttungen nach persönlicher Ertragsteuer	87
db) Finanzergebnis, Unternehmenssteuern und Minderheitenanteile	87
dc) Ausschüttungen und persönliche Ertragsteuer	88
4. Kapitalisierungszinssatz	90
a) Basiszinssatz	90
b) Risikozuschlag	91
ba) Anwendung des Tax-CAPM	91
bb) Marktrisikoprämie	91
bc) Betafaktoren	91
c) Wachstumsabschlag	94
d) Periodenspezifische Kapitalisierungszinssätze	95
5. Sonderwerte	96
6. Unternehmenswert und Wert je Aktie	97
IV. Börsenkurse	98
1. Beurteilung des Börsenkurses als Wertuntergrenze	98
2. Beurteilung des Börsenkurses im Sinne des „wahren Wertes“	100
a) Allgemeines	100
b) Liquiditätsmaße und betriebswirtschaftliche Beurteilung	100
c) Ergebnis	103
V. Plausibilisierung der Ergebnisse	104
a) Trading-Multiplikatoren	104
b) NAV - Multiplikatoren	108
VI. Ableitung von angemessener Abfindung und angemessenem Ausgleich	112
a) Angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG in Form des Umtauschverhältnisses	112
b) Angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG	114
E. Abschließende Erklärung	116

ANLAGENVERZEICHNIS

- Anlage 1: Unternehmensbeschreibungen der Vergleichsunternehmen (Peer Group)
- Anlage 2: Beschluss des Landgerichts Berlin II vom 10. Oktober 2024 zur Bestellung der I-ADVISE AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zur gemeinsamen Vertragsprüferin gemäß § 293c Abs. 1 AktG, Art. 9 Abs. 1 SE-VO
- Anlage 3: BGAV zwischen der Deutsche Wohnen SE sowie der Vonovia SE
- Anlage 4: Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2024.

Hinweis:

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen auftreten.

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

€	Euro
a.a.O.	Am angegebenen Ort
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bewertungsgutachten	Gutachtliche Stellungnahme von RSM Ebner Stolz über die Ermittlung der Unternehmenswerte, des Umtauschverhältnisses und der Ausgleichszahlung zum 23. Januar 2025
Bewertungsgutachter	RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart
BewG	Bewertungsgesetz
BewP	BewertungsPraktiker (Zeitschrift)
BGAV	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
c.p.	ceteris paribus
ca.	circa
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
DCF	Discounted Cash Flow

EBIT	Earnings Before Interest and Tax (Ergebnis vor Zinsen und Steuern/Betriebsergebnis)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation (Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen)
EBT	Earnings Before Tax (Ergebnis vor Steuern)
EPRA-NTA	Berechnung der Net Tangible Assets gem. EPRA (European Public Real Estate Association)
etc.	et cetera
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
ff.	fortfolgende
FN-IDW	Fachnachrichten des IDW
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
HIST	Historisch
HRB	Handelsregister Abteilung B
i. w. S.	im weiteren Sinne
i.S.d.	im Sinne der/s
i.V.m.	in Verbindung mit
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IDW S 1	IDW Standard 1 i.d.F. 2008
IFRS	International Financial Reporting Standards
ISIN	International Securities Identification Number
IST	Ist-Zahl (z.B. 2023I = Ist-Zahl des Jahres 2023)
KSt/KStG	Körperschaftsteuer/Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
Mio.	Million(en)

Mrd.	Milliarde(n)
MSCI	Morgan Stanley Capital International
n. St.	nach Steuern
NAV	Net Asset Value
NTA	Net Tangible Assets (NAV-Verfahren)
Nr.	Nummer
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum
rd.	rund
RSM Ebner Stolz	RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart
S&P Global Market Intelligence	S&P Global Market Intelligence LLC, New York City/USA
S.	Seite
S.A.	Société anonyme
SE	Societas Europaea
sog.	sogenannte
SolZ	Solidaritätszuschlag
SpruchG	Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren
Tax-CAPM	Capital Asset Pricing Modell (um Steuern erweitert)
TV	Terminal Value
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
Vgl.	vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z. B.	zum Beispiel

zzgl.

zuzüglich

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

I. Auftrag

1. Die Vonovia SE, Bochum¹ als herrschendes Unternehmen und die

Deutsche Wohnen SE, Berlin,²

als beherrschtes Unternehmen beabsichtigen, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag³ i.S.d. § 291 Abs. 1 Satz 1 AktG⁴ abzuschließen. Die Wirksamkeit des Vertrags steht gemäß § 293 Abs. 1 AktG unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Hauptversammlung der Deutsche Wohnen sowie entsprechend § 293 Abs. 2 AktG unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Hauptversammlung der Vonovia. Der Vertrag soll der außerordentlichen Hauptversammlung der Deutsche Wohnen SE (im Folgenden: „Deutsche Wohnen“) am 23. Januar 2025 und der außerordentlichen Hauptversammlung der Vonovia am 24. Januar 2025 zur Zustimmung vorgelegt werden.

2. Gemäß §§ 304, 305 AktG ist den außenstehenden Aktionären einer beherrschten Aktiengesellschaft nach ihrer Wahl eine angemessene Ausgleichszahlung oder eine angemessene Abfindung zu gewähren. Da Vonovia eine nicht abhängige und nicht in Mehrheitsbesitz stehende Europäische Aktiengesellschaft (Societas Europaea) mit Sitz in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union ist, muss sie den außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionären, die anlässlich des BGAV ausscheiden wollen, eine Abfindung in Aktien der Vonovia an (§ 305 Abs. 2 Nr. 1 AktG) anbieten. In diesem Zusammenhang ist ein angemessenes Umtauschverhältnis für die Aktien der Deutsche Wohnen im Verhältnis zu den Aktien der Vonovia festzulegen.

¹ Im Folgenden „Vonovia“ oder „Mehrheitsaktionär“.

² Im Folgenden auch „Deutsche Wohnen“.

³ „BGAV“.

⁴ Die im Folgenden genannten Gesetzesverweise zum Aktiengesetz sind in Verbindung mit Art. 9 Abs. 1 SE-VO zu sehen.

3. Der Vertrag ist insbesondere im Hinblick auf die Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung, hier der Prüfung des Umtauschverhältnisses, durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.⁵ Prüfungsgegenstand sind demnach der Vertrag⁶ und die Angemessenheit des vorgeschlagenen Ausgleichs sowie der vorgeschlagenen Abfindung in Form des Umtauschverhältnisses.⁷
4. Auf gemeinsamen Antrag der Vonovia und der Deutsche Wohnen hat das Landgericht Berlin mit Beschluss vom 2. Oktober 2024 uns, die I-ADVISE AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zur gemeinsamen Vertragsprüferin für den beabsichtigten BGAV bestellt.⁸ Der Bestellungsbeschluss enthält keine spezifischen Hinweise zur Prüfungsdurchführung und Berichterstattung über die Prüfung.
5. Die Festlegung von Ausgleich und Abfindung in Form des Umtauschverhältnisses erfolgte auf Grundlage der von den Vertragsparteien in Auftrag gegebenen Gutachtlichen Stellungnahme⁹ der RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft,¹⁰ „über die Ermittlung der Unternehmenswerte, des Umtauschverhältnisses und der Ausgleichszahlung zum 23. Januar 2025 Vonovia SE, Bochum und Deutsche Wohnen SE, Berlin“. Das Bewertungsgutachten einschließlich der Ermittlung von Umtauschverhältnissen mit Datum vom 14. Dezember 2024 hat RSM Ebner Stolz in der Funktion als neutraler Bewertungsgutachter nach dem IDW-Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. i.d.F. 2008¹¹ erstattet. Die Vertragsparteien beabsichtigen, sich dieses Bewertungsgutachten bzw. die darin enthaltenen Ausführungen zu angemessenem Ausgleich und angemessener Abfindung in Form des Umtauschverhältnisses inhaltlich in vollem Umfang zu eigen zu machen und dem gemeinsamen Vertragsbericht als Anlage beizufügen.

⁵ §§ 293b Abs. 1, 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.

⁶ § 293b Abs. 1 AktG.

⁷ § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.

⁸ Vgl. Anlage 1.

⁹ Im Folgenden „Bewertungsgutachten“.

¹⁰ Im Folgenden „RSM Ebner Stolz“ oder „Bewertungsgutachter“.

¹¹ Im Folgenden „IDW S 1“.

II. Auftragsdurchführung

6. Wir haben unsere Prüfung – nach der vorgelagerten Prüfung unserer Unabhängigkeit und Unbefangenheit sowie der anschließenden Kenntnisnahme unserer gerichtlichen Bestellung – am 3. Oktober 2024 aufgenommen und bis zum 15. Dezember 2024 vornehmlich in unseren Büros in Düsseldorf durchgeführt. Darüber hinaus haben wir Gespräche mit den Vertretern der Vonovia, Deutsche Wohnen und RSM Ebner Stolz in den Räumen der Vonovia und der Deutsche Wohnen geführt.
7. Die benannten Auskunftspersonen haben uns das Markt- und Wettbewerbsumfeld, das Geschäftsmodell und die Strategie, die historische und aktuelle Geschäftslage sowie die Planungsrechnung dargelegt. Prüfungsbegleitend haben uns ferner Vertreter des Bewertungsgutachters Bewertungenannahmen in Video- und Telefonkonferenzen erläutert.
8. Für unsere Prüfung standen uns im Wesentlichen die im Bewertungsgutachten¹² genannten Unterlagen zur Verfügung, die wir durch den Bewertungsgutachter eingerichteten Datenraum oder unmittelbar vom Bewertungsgutachter oder den Gesellschaften erhalten haben.
9. Darüber hinaus haben wir für unsere Arbeiten auf öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten zurückgegriffen. Bei der Ermittlung von Kapitalmarktdaten haben wir uns – neben den uns zur Verfügung gestellten Daten – vor allem auf die vom Finanzinformationsdienstleister S&P Global Market Intelligence LLC, New York City/USA,¹³ gelieferten Daten gestützt.
10. Sämtliche von uns erbetenen Aufklärungen und Nachweise wurden uns von den Vertretern der Vonovia und der Deutsche Wohnen sowie den benannten Auskunftspersonen erteilt. Der Vorstand der Vonovia und der Deutsche Wohnen haben uns gegenüber mit heutigem Datum jeweils eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns sämtliche Angaben und Unterlagen, die für unsere Prüfung der Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt worden sind.

¹² Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 1.

¹³ Im Folgenden „S&P Global Market Intelligence“.

11. Bei unserer Prüfung haben wir den IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. beachtet. Darüber hinaus haben wir den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertungen, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ berücksichtigt.
12. Unsere Prüfungsarbeiten haben wir vor Abschluss der Arbeiten des Bewertungsgutachters aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Vertrags- bzw. Angemessenheitsprüfungen üblich und durch höchstrichterliche Rechtsprechung anerkannt.¹⁴ Sie ist begründet in der Notwendigkeit, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben. Im Ergebnis ist unsere Prüfung in keinem Punkt eingeschränkt und bestätigt in vollem Umfang die Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung.
13. Die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Inhalt des Vertragsberichts liegt bei den Vorständen der Deutsche Wohnen und der Vonovia.
14. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse oder der Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Derartige Prüfungen sind nicht Gegenstand unserer Prüfung der Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung. Die Einhaltung der jeweiligen rechtlichen Vorschriften im Rahmen der vorgelegten geprüften Abschlüsse und Abhängigkeitsberichte ist jeweils vom Abschlussprüfer uneingeschränkt bestätigt worden.
15. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der voraussichtlichen außerordentlichen Hauptversammlung der Vonovia am 24. Januar 2025 bzw. der außerordentlichen Hauptversammlung der Deutsche Wohnen am 23. Januar 2025 über den Abschluss des Vertrags wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Vonovia bzw. der Deutschen Wohnen ergeben, sind diese bei der Bemessung von Ausgleich und Abfindung ergänzend zu berücksichtigen. Hierzu werden wir Stichtagserklärungen am Tag der Hauptversammlung einholen.

¹⁴ Vgl. BGH, Beschluss vom 18. September 2006, II ZR 225/04, BB 2006, S. 2.543 ff.

16. Dieser Bericht dient ausschließlich zur Information und als Entscheidungsgrundlage für die am Abschluss des BGAV beteiligten Parteien einschließlich ihrer Gesellschafter/ Aktionäre sowie das uns bestellende Gericht. Dies umfasst auch die Bereitstellung des Berichts im Internet im Vorfeld der über den Abschluss des Vertrags beschlussfassenden Hauptversammlung der Vonovia und der Deutsche Wohnen und in etwaigen Gerichtsverfahren im Zusammenhang mit dem Abschluss des BGAV die Vorlage beim jeweils zuständigen Gericht.
17. Eine darüber hinausgehende Weitergabe unseres Prüfungsberichts darf – vorbehaltlich unserer ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung – nur im vollen Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zugrundeliegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur dann an Dritte erfolgen, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbedingungen, ergänzt um eine individuelle Haftungsvereinbarung, sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsverpflichtung uns gegenüber schriftlich einverstanden erklärt hat.
18. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die als Anlage 4 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024 maßgebend. Diese Allgemeinen Auftragsbedingungen regeln – ergänzend zur gesetzlichen Haftungsbeschränkung gegenüber den Vertragsparteien und Anteilshabern gemäß § 293d Abs. 2 AktG i.V.m. § 323 HGB – unsere Verantwortlichkeit auch gegenüber Dritten.

B. Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung

19. Gegenstand und Umfang der Vertragsprüfung ergeben sich aus § 293b Abs. 1 und § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG. Gemäß § 293b Abs. 1 AktG ist Gegenstand unserer Prüfung der Unternehmensvertrag. Schwerpunkt der Prüfung ist gemäß § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG die Beurteilung der Angemessenheit von Ausgleich¹⁵ und Abfindung¹⁶. Dabei ist im Prüfungsbericht nach § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG anzugeben
- nach welchen Methoden Ausgleich und Abfindung ermittelt worden sind und aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist
 - welcher Ausgleich oder welche Abfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen
 - welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung des vorgeschlagenen Ausgleichs und der vorgeschlagenen Abfindung und der ihnen zu Grunde liegenden Werte beigemessen worden ist und
 - welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung der vertragschließenden Unternehmen aufgetreten sind.
20. Dementsprechend ist unsere Prüfung zweigeteilt in einen formellen und einen materiellen Teil. Im formellen Teil unserer Prüfung haben wir geprüft, ob der Vertrag die gesetzlich vorgeschriebenen Bestandteile vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorschriften entspricht. Im materiellen Teil unserer Prüfung haben wir geprüft, ob der vorgeschlagene Ausgleich und die vorgeschlagene Abfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Deutsche Wohnen und der Vonovia als angemessen anzusehen sind. Jegliche weitergehende rechtliche Würdigung sowie die Prüfung der Zweckmäßigkeit des Vertrags und steuerlicher Auswirkungen zählen nicht zu unserem Auftrag. Gleichermaßen sind Vollständigkeit und Richtigkeit des Vertragsberichts nicht Prüfungsgegenstand.

¹⁵ § 304 AktG.

¹⁶ § 305 AktG.

21. Die Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung lässt sich auf Basis der Prüfung der Bewertung der Vonovia und der Deutsche Wohnen beurteilen, die die Grundlage für die Ableitung von Ausgleich und Abfindung bildet. Der Prüfer hat zu untersuchen, ob die Bewertung anerkannten Methoden entspricht, die wertrelevanten Parameter fachgerecht abgeleitet worden sind und die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen sowie das Umtauschverhältnis sachgerecht ermittelt wurde. Sofern für die Bewertung Börsenkurse festgestellt werden können, ist dieser zu würdigen.

C. Formelle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

22. Der gesellschaftsrechtlich erforderliche Mindestinhalt eines BGAV ergibt sich aus den §§ 291 ff. AktG. Die Prüfung von Vollständigkeit und Richtigkeit des Vertrags bezieht sich daher auf die allgemeinen Angaben zu den Vertragsparteien, die Feststellung des Vertragsgegenstands, den Beginn und die Dauer des Vertrags sowie die Vereinbarungen zu Ausgleich und Abfindung.

1. Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften

23. **Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften** sind im Vertrag genannt¹⁷ und entsprechen den Eintragungen in den Handelsregistern der Vonovia und der Deutsche Wohnen.

2. Leitung

24. Die Deutsche Wohnen unterstellt die Leitung ihrer Gesellschaft der Vonovia ab dem Zeitpunkt der Eintragung des Vertrags in das Handelsregister.¹⁸ Dementsprechend ist die Deutsche Wohnen verpflichtet, den Weisungen der Vonovia in Übereinstimmung mit § 308 AktG zu folgen.¹⁹ Dieses Weisungsrecht erstreckt sich nicht auf die Änderungen, die Aufrechterhaltung oder die Beendigung des Vertrags.²⁰ Aus Gründen der Rechtssicherheit ist vertraglich geregelt, dass Weisungen schriftlich erteilt werden müssen, wobei diese Form auch durch E-Mails und Fax gewahrt wird.²¹
25. Die Unterstellung der Leitung der Gesellschaft ist für einen Beherrschungsvertrag konstitutiv. Die diesbezüglichen Regelungen des Vertrags entsprechen den gesetzlichen Vorgaben.²²

¹⁷ Vgl. Präambel des Vertrags.

¹⁸ Vgl. § 1 Abs. 1 i.V.m. § 6 Abs. 1 des Vertrags; sowie § 294 Abs. 2 AktG.

¹⁹ Vgl. § 1 Abs. 1 des Vertrags.

²⁰ Vgl. § 1 Abs. 1 des Vertrags.

²¹ Vgl. § 1 Abs. 2 des Vertrags.

²² §§ 291 Abs. 1 Satz 1, 299 und 308 AktG.

3. Gewinnabführung

26. Die Deutsche Wohnen verpflichtet sich, ihren ganzen Gewinn an Vonovia abzuführen.²³ Diese Bestimmung ist für einen Gewinnabführungsvertrag konstitutiv.²⁴ Abzuführen ist – vorbehaltlich der vertraglich geregelten Bildung oder Auflösung von Rücklagen –²⁵ der gemäß § 301 AktG in der jeweils geltenden Fassung zulässige Höchstbetrag.²⁶ Das ist nach derzeitiger Rechtslage höchstens der ohne die Gewinnabführung entstehende Jahresüberschuss, vermindert um einen etwaigen Verlustvortrag aus dem Vorjahr, den Betrag, der nach § 300 Nr. 1 AktG in die gesetzlichen Rücklagen einzustellen ist, und den nach § 268 Abs. 8 HGB ausschüttungsgesperren Betrag.²⁷ Die Deutsche Wohnen kann mit in Textform nach § 126b BGB erfolgter Zustimmung der Vonovia Beträge aus dem Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen einstellen, soweit dies handelsrechtlich zulässig und bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist.²⁸ Derart gebildete Rücklagen können auf in Textform nach § 126b BGB erfolgtes Verlangen der Vonovia wieder aufgelöst und unter den Voraussetzungen des § 301 AktG als Gewinn abgeführt werden.²⁹ Sonstige Rücklagen oder ein Gewinnvorträge oder -rücklagen, die aus der Zeit vor der Wirksamkeit des Vertrags stammen, dürfen zur Gewinnabführung oder zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags nicht verwendet werden.³⁰
27. Die Verpflichtung zur Gewinnabführung besteht erstmals mit der Eintragung des Vertrags in das Handelsregister der Deutsche Wohnen und erstreckt sich auf den gesamten Gewinn des dann laufenden Geschäftsjahres der Deutsche Wohnen.³¹ Sie wird in jedem Fall mit Feststellung des Jahresabschlusses für das betreffende Geschäftsjahr fällig.³²
28. Die Regelungen zur Gewinnabführung entsprechen den gesetzlichen Vorgaben.³³ Durch Anknüpfung an die jeweils geltende Fassung des § 301 AktG ist sichergestellt, dass die Regelungen zur Gewinnabführung jederzeit zulässig sind.

²³ Vgl. § 2 Abs. 1 des Vertrags.

²⁴ § 291 Abs. 1 Satz 1, 2. Alt. AktG.

²⁵ Vgl. § 2 Abs. 3 des Vertrags.

²⁶ Vgl. § 2 Abs. 1 des Vertrags.

²⁷ § 301 Satz 1 AktG.

²⁸ Vgl. § 2 Abs. 2 des Vertrags.

²⁹ Vgl. § 2 Abs. 3 des Vertrags.

³⁰ Vgl. § 2 Abs. 3 des Vertrags.

³¹ Vgl. § 2 Abs. 1 i.V.m. § 6 Abs. 1 des Vertrags.

³² Vgl. § 2 Abs. 4 des Vertrags.

³³ § 300 Nr. 1 i.V.m. § 150 Abs. 2 AktG, § 301 AktG.

4. Verlustübernahme

29. Die Vonovia ist gemäß den Bestimmungen des § 302 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung gegenüber der Deutsche Wohnen zur Verlustübernahme verpflichtet.³⁴
30. Nach derzeitiger Rechtslage hat die Vonovia somit jeden während der Vertragsdauer ansonsten entstehenden Jahresfehlbetrag auszugleichen, soweit dieser nicht dadurch ausgeglichen wird, dass den anderen Gewinnrücklagen Beträge entnommen werden, die während der Vertragsdauer in sie eingestellt worden sind.³⁵
31. Die Verpflichtung zur Verlustübernahme besteht erstmalig für das im Zeitpunkt der Eintragung dieses Vertrags im Handelsregister der Deutsche Wohnen laufende Geschäftsjahr.³⁶ Die Verpflichtung wird jeweils zum Ende des Geschäftsjahrs der Deutsche Wohnen fällig.³⁷
32. Der Zeitpunkt, ab dem die Vonovia zur Verlustübernahme verpflichtet ist, entspricht der Regelung, die für die Gewinnabführung getroffen ist.³⁸
33. Durch Verweis auf die gesetzlichen Bestimmungen in ihrer jeweils geltenden Fassung ist sichergestellt, dass die Regelungen zur Verlustübernahme jederzeit zulässig sind.

5. Ausgleich

34. Die Vonovia verpflichtet sich, ab dem Geschäftsjahr, für das der Anspruch auf Gewinnabführung wirksam wird, den außenstehenden Aktionären der Deutsche Wohnen für die Dauer des Vertrags einen angemessenen Ausgleich in Form einer jährlich wiederkehrenden Geldleistung zu zahlen.³⁹ Der Bruttogewinnanteil⁴⁰ beträgt 1,22 € je auf den Inhaber lautende Stückaktie der Deutsche Wohnen für jedes volle Geschäftsjahr abzüglich eines etwaigen Betrags für KSt und SolZ nach dem jeweils für diese Steuern für das jeweilige Geschäftsjahr geltenden Steuersatz.⁴¹

³⁴ Vgl. § 3 Abs. 1 des Vertrags.

³⁵ § 302 Abs. 1 AktG.

³⁶ Vgl. § 3 Abs. 1 i.V.m. § 6 Abs. 1 des Vertrags.

³⁷ Vgl. § 3 Abs. 2 des Vertrags.

³⁸ Vgl. § 3 Abs. 2 und § 6 Abs. 1 des Vertrags.

³⁹ Vgl. § 4 Abs. 1 des Vertrags.

⁴⁰ In der Praxis findet sich in diesem Zusammenhang auch das Begriffspaar „Bruttoausgleichsbetrag“ und „Nettoausgleichsbetrag“. Der „Bruttoausgleichsbetrag“ entspricht dem vom BGH als „Bruttogewinnanteil je Aktie“ bezeichneten Betrag. Der „Nettoausgleichsbetrag“ entspricht der „Ausgleichszahlung“ gemäß § 304 Abs. 2 S. 1 AktG.

⁴¹ Vgl. § 4 Abs. 2 des Vertrags.

35. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses beträgt der Abzug für KSt (15,0 %) und SolZ (5,5 % der KSt) 0,19 € je Aktie. Hieraus ergibt sich nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags nach kaufmännischer Rundung auf einen vollen Cent-Betrag eine Ausgleichszahlung in Höhe von 1,03 € je Aktie für ein volles Geschäftsjahr der Deutsche Wohnen.⁴²
36. Soweit gesetzlich vorgeschrieben, werden anfallende Quellensteuern (z.B. Kapitalertragsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag) von dem Nettoausgleichsbetrag nach Vgl. § 4 Abs. 2 des Vertrags einbehalten.⁴³
37. Die Gewährung einer festen Ausgleichszahlung entspricht der gesetzlichen Regelung.⁴⁴
38. Der Ausgleich ist am ersten Bankarbeitstag nach der ordentlichen Hauptversammlung der Deutsche Wohnen für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf dieses Geschäftsjahres fällig.⁴⁵ Diese Regelung ist üblich und sachgerecht, da der Ausgleich als Ersatz für den bisherigen Dividendenanspruch dadurch grundsätzlich zum gleichen Zeitpunkt fällig wird, an dem der entfallende Dividendenanspruch ansonsten regelmäßig auch fällig geworden wäre.
39. Die Ausgleichszahlung wird erstmals für dasjenige gesamte Geschäftsjahr der Deutsche Wohnen gewährt, in dem der Vertrag in das Handelsregister eingetragen und damit wirksam wird.⁴⁶
40. Falls dieser Vertrag während eines Geschäftsjahres der Deutsche Wohnen endet, wird die Ausgleichszahlung (auf einen ggf. aufzustellenden Zwischenabschluss) bei singemäßiger Anpassung der Beträge zeitanteilig gewährt.⁴⁷
41. Im Fall der Durchführung von Kapitalmaßnahmen durch die Organgesellschaft, z.B. Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln, erfolgt eine Anpassung der Ausgleichszahlung, soweit diese gesetzlich, insbesondere nach § 216 Abs. 3 AktG, geboten ist.⁴⁸

⁴² Vgl. § 4 Abs. 2 des Vertrags.

⁴³ Vgl. § 4 Abs. 2 des Vertrags.

⁴⁴ § 304 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 Satz 1 AktG.

⁴⁵ Vgl. § 4 Abs. 3 des Vertrags.

⁴⁶ Vgl. § 4 Abs. 1 i.V.m. § 6 Abs. 1 des Vertrags.

⁴⁷ Vgl. § 4 Abs. 4 des Vertrags.

⁴⁸ Vgl. § 4 Abs. 5 des Vertrags.

42. Sollte das Gericht in einem Spruchverfahren rechtskräftig einen höheren Ausgleich festsetzen, können auch die bereits nach § 5 dieses Vertrags abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung des von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichs verlangen, soweit gesetzlich vorgesehen.⁴⁹ Das entspricht der gesetzlichen Regelung in § 13 Spruchverfahrensgesetz.

6. Abfindung

43. Die Vonovia verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der Deutsche Wohnen dessen Aktien gegen Gewährung von auf den Inhaber lautenden Stückaktien (Aktien ohne Nennbetrag) mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der Organträgerin von jeweils EUR 1,00 (**Abfindungsaktien**) im Umtauschverhältnis **0,7947** Abfindungsaktien gegen je 1 Aktie der Organgesellschaft (**Umtauschverhältnis**) zu erwerben.⁵⁰ Da die Vonovia eine nicht abhängige und nicht in Mehrheitsbesitz stehende Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien mit Sitz in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum ist, ist die Abfindung als Gewährung eigener Aktien dieser Gesellschaft zu gewähren.⁵¹
44. Die Verpflichtung der Vonovia zum Erwerb der Aktien ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens dieses Vertrags im Handelsregister des Sitzes der Deutsche Wohnen nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist.⁵² Eine Befristung ist in der Praxis üblich. Die diesbezüglichen Regelungen stehen in Einklang mit den gesetzlichen Regelungen.⁵³
45. Im Fall der Durchführung von Kapitalmaßnahmen durch die Organträgerin oder die Organgesellschaft, z.B. Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln, erfolgt eine Anpassung des Umtauschverhältnisses, soweit diese gesetzlich, insbesondere nach § 216 Abs. 3 AktG, geboten ist.⁵⁴

⁴⁹ Vgl. § 4 Abs. 5 des Vertrags.

⁵⁰ Vgl. § 5 Abs. 1 des Vertrags.

⁵¹ § 305 Abs. 2 Nr. 1 AktG.

⁵² Vgl. § 5 Abs. 3 des Vertrags.

⁵³ § 305 Abs. 4 AktG.

⁵⁴ Vgl. § 5 Abs. 4 des Vertrags.

46. Die Übertragung der Aktien gegen Abfindung ist für die außenstehenden Aktionäre der Deutsche Wohnen kostenfrei, sofern sie über ein inländisches Depot verfügen.⁵⁵ Gesetzliche Vorgaben bestehen diesbezüglich nicht.
47. Sollte das Gericht in einem Spruchverfahren rechtskräftig eine höhere Abfindung festsetzen, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der Abfindung verlangen.⁵⁶ Das entspricht der gesetzlichen Regelung in § 13 Spruchverfahrensgesetz.
48. Endet dieser Vertrag aufgrund einer Kündigung der Organträgerin, ist die Organträgerin verpflichtet, auf Verlangen eines jeden zu diesem Zeitpunkt außenstehenden Aktionärs der Organgesellschaft dessen Aktien der Organgesellschaft gegen Gewährung von auf den Namen lautenden Stückaktien (Aktien ohne Nennbetrag) mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der Organträgerin von jeweils EUR 1,00 zu dem in § 5 Abs. 7 des BGAV genannten Umtauschverhältnis zu erwerben. Diese sogenannte Wiederauflebensklausel verringert das Risiko der Minderheitsaktionäre, bei einer Kündigung des BGAV durch die Organträgerin von einer möglichen, für die Minderheitsaktionäre nachteiligen Veränderung des Verhältnisses der Werte der Deutsche Wohnen und der Vonovia betroffen zu sein.

7. Wirksamwerden und Dauer des Vertrags

49. Entsprechend der gesetzlichen Vorschriften⁵⁷ bedarf der Vertrag zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Hauptversammlung der Deutsche Wohnen sowie der Zustimmung der Gesellschafterversammlung der Vonovia.⁵⁸
50. Er ist entsprechend der gesetzlichen Vorgabe in schriftlicher Form gefasst.⁵⁹

⁵⁵ Vgl. § 5 Abs. 5 des Vertrags.

⁵⁶ Vgl. § 5 Abs. 6 des Vertrags.

⁵⁷ § 293 Abs. 1 Satz 1 AktG in unmittelbarer Anwendung hinsichtlich der Zustimmung der HV der Deutsche Wohnen SE und § 293 Abs. 2 Satz 2 AktG in entsprechender Anwendung hinsichtlich der Zustimmung der Gesellschafterversammlung der Vonovia.

⁵⁸ Vgl. § 6 Abs. 1 des Vertrags.

⁵⁹ § 293 Abs. 3 AktG.

51. Der Vertrag wird entsprechend der gesetzlichen Regelung⁶⁰ erst wirksam, wenn sein Bestehen in das Handelsregister des Sitzes der der Deutsche Wohnen eingetragen worden ist.⁶¹ Bezüglich der Verpflichtung zur Gewinnabführung und zur Verlustübernahme gilt der Vertrag erstmals für das gesamte Geschäftsjahr der Deutsche Wohnen, in dem dieser Vertrag wirksam wird.⁶²
52. Der Vertrag ist auf unbestimmte Zeit geschlossen und kann schriftlich mit einer Frist von sechs Monaten zum Ablauf eines Geschäftsjahres der Deutsche Wohnen gekündigt werden.⁶³ Aus steuerlichen Gründen ist – auf Basis der aktuellen Rechtslage - eine Mindestlaufzeit von fünf Zeitjahren vereinbart.⁶⁴
53. Die rechtlichen Vorgaben hinsichtlich einer Kündigung aus wichtigem Grund⁶⁵ sind beachtet worden.⁶⁶

8. Salvatorische Klausel

54. Der Abschnitt Salvatorische Klausel⁶⁷ entspricht üblicher Vertragstechnik und ist nicht zu beanstanden.

9. Ergebnis der formellen Prüfung

55. Als Ergebnis unserer Prüfung des BGAV stellen wir fest, dass der BGAV die in §§ 291 ff. AktG vorgeschriebenen Bestandteile vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorschriften entspricht.

⁶⁰ § 294 Abs. 2 AktG.

⁶¹ Vgl. § 6 Abs. 1 des Vertrags.

⁶² Vgl. § 2 Abs. 1 und § 3 Abs. 1 des Vertrags.

⁶³ Vgl. § 6 Abs. 3 des Vertrags.

⁶⁴ Vgl. § 6 Abs. 3 des Vertrags.

⁶⁵ § 297 Abs. 1 Satz 1 AktG.

⁶⁶ Vgl. § 6 Abs. 3 des Vertrags.

⁶⁷ Vgl. § 7 des Vertrags.

D. Materielle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

I. Grundlagen und Bewertungsmethodik

1. Methoden zur Ermittlung von angemessener Abfindung und angemessenem Ausgleich

56. Eine explizite gesetzliche Methodenvorgabe zur Ermittlung der Abfindung bzw. des Umtauschverhältnisses gemäß § 305 AktG oder des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG existiert nicht. Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre, der Rechtsprechung⁶⁸ und der Bewertungspraxis ist der objektivierte Wert des Unternehmens eine sachgerechte Basis zur Ermittlung der Abfindung/des Umtauschverhältnisses nach § 305 AktG bzw. des Ausgleichs nach § 304 AktG. Maßgebend ist danach der Wert des (jeweiligen) Unternehmens als Ganzes.
57. Die Aktien der Deutsche Wohnen und der Vonovia sind börsennotiert. Deshalb darf bei der Bemessung der Abfindung bzw. des Umtauschverhältnisses der Börsenkurs als Untergrenze nicht außer Betracht bleiben. Ob der Börsenkurs jedoch tatsächlich den Verkehrswert widerspiegelt, ist im Einzelfall zu prüfen.⁶⁹
58. Nach der neueren Rechtsprechung des BGH kann die nach § 305 AktG zu gewährende Abfindung auf Basis durchschnittlicher Börsenkurse ermittelt werden, soweit der Börsenkurs den wahren Wert des Unternehmens widerspiegelt.⁷⁰
59. Gemäß § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein BGAV einen angemessenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Als Ausgleichszahlung ist gemäß § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihrer zukünftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.

⁶⁸ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001, Az. II ZB 15/00, ZIP 2001, S. 734-737.

⁶⁹ Vgl. BGH, 21.2.2023 – II ZB 12/21 und BGH, 31.1.2024 – II ZB 5/22.

⁷⁰ Vgl. BGH, 21.2.2023 – II ZB 12/21 und BGH, 31.1.2024 – II ZB 5/22.

60. Bereits der Wortlaut der gesetzlichen Regelung stellt auf den Zukunftserfolgswert bzw. Ertragswert des Unternehmens ab. In der Bewertungspraxis wird der Ausgleich dementsprechend regelmäßig durch Verrentung des Ertragswerts ermittelt.⁷¹ Dem entspricht die ältere Rechtsprechung des BGH⁷², wonach der Ausgleich durch Verrentung aus dem objektivierten Unternehmenswert abgeleitet wird. Nach der neueren Rechtsprechung des BGH kann der Ausgleich auch durch Verrentung des durchschnittlichen Börsenkurses des beherrschten Unternehmens ermittelt werden, soweit der Börsenkurs den wahren Wert und die Ertragsaussichten des Unternehmens widerspiegelt.⁷³ Im vorliegenden Fall wurde der Ausgleich nicht durch Verrentung des durchschnittlichen Börsenkurses der Deutsche Wohnen abgeleitet, sondern aus dem höheren Ertragswert je Aktie.

2. Methoden der Unternehmenswertermittlung

61. 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.
62. Die Grundzüge, wie solche zukunftsbezogenen Unternehmensbewertungen durchzuführen sind, sind im Standard IDW S 1 dargestellt. Zur Ermittlung von angemessenem Ausgleich und angemessener Abfindung hat der Bewertungsgutachter jeweils für VONOVIA und Deutsche Wohnen eine Bewertung nach der Ertragswertmethode nach IDW S 1 durchgeführt. Die in diesem Standard verankerten Grundsätze, insbesondere die Erläuterung der Ertragswertmethode, entsprechen der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur und Praxis der Unternehmensbewertung. Das Ertragswertverfahren ist auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt. Insoweit beurteilen wir das hier angewandte Ertragswertverfahren als angemessen. Demnach ergibt sich der Unternehmenswert aus der risikoadäquaten Diskontierung künftiger erwarteter Ausschüttungen des Unternehmens an seine Anteilseigner.

⁷¹ Vgl. auch Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Tz. 12.201.

⁷² Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Juli 2003, Az. II ZB 17/01, ZIP 2003, S. 1.745 ff., „Ytong-Beschluss“.

⁷³ Vgl. BGH, 21.2.2023 – II ZB 12/21 und BGH, 31.1.2024 – II ZB 5/22.

63. Alternativ zu der Anwendung der Ertragswertmethode können im Rahmen des IDW S 1 Bewertungen grundsätzlich auch nach der Discounted Cash Flow (DCF)-Methode erfolgen. Nach der DCF-Methode in ihrer in der Praxis üblichen Form (sogenannter 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 beide auf dem Kapitalwertkalkül und damit auf den gleichen konzeptionellen Grundlagen. Bei gleichen Prämissen führen beide Methoden zu demselben Ergebnis.
64. 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 und dem Ertragswert als Sonderwerte hinzuzufügen. Insbesondere kann es sich dabei um nicht betriebsnotwendiges Vermögen oder auch um steuerliche Sondertatbestände handeln.⁷⁴
65. Andere Bewertungsverfahren, wie der Substanzwert, der Net Asset-Value-Ansatz oder die Multiplikatormethoden, erfassen nicht sämtliche zu erwartende Zahlungsströme oder sind entsprechend anzupassen.

3. Liquidationswert und Substanzwert

66. Bei der Ertragswert- wie auch der DCF-Methode wird der Wert eines Unternehmens aus den diskontierten erwarteten Zahlungsüberschüssen des fortgeführten Unternehmens abgeleitet. Demgegenüber stellt der Liquidationswert den Zahlungsüberschuss aus der Liquidation dar. Dieser Wert kommt gemäß IDW S 1 dann als Untergrenze des Unternehmenswerts in Betracht, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei der Liquidation ergeben würden, den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt. Die Ermittlung von (fiktiven) Liquidationswerten ist jedoch in vielen Fällen mit sehr großen Schätzunsicherheiten behaftet.

⁷⁴ Vgl. IDW S 1, Tz. 59 ff.

67. Die Rechtsprechung bei gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen spricht sich für eine differenzierende Betrachtung aus. Besteht kein tatsächlicher oder rechtlicher Zwang zur Unternehmensfortführung, ist maßgeblich, ob die Absicht besteht, das betreffende Unternehmen fortzuführen. Besteht eine Fortführungsabsicht und erscheint die Fortführung nicht unvertretbar oder sind die Ertragsaussichten nicht auf Dauer negativ, ist der Liquidationswert nicht maßgeblich.⁷⁵
68. Der Substanzwert umfasst die Summe der Auszahlungen, die nötig wären, wenn das Unternehmen reproduziert werden sollte. Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem sogenannten Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der regelmäßigen Schwierigkeiten bei der Ermittlung nicht bilanzierungsfähiger immaterieller Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dem Substanzwert fehlt grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen. Daher kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.

4. Nettovermögen (Net Asset Value)

69. In der Immobilienbranche wird regelmäßig der sog. Net Asset Value berechnet. Bei der Ermittlung des Net Asset Values werden grundsätzlich die Zeitwerte der Vermögenswerte addiert und um die Zeitwerte der Schulden gekürzt. Eine einheitliche Definition des Net Asset Values ist in der Praxis nicht zu beobachten. Neben den veröffentlichten Richtlinien der European Public Real Estate Association⁷⁶, welche verschiedene Definitionen des NAV erläutern, ist im Rahmen von Unternehmensbewertungen, die auf den NAV abstellen, zu berücksichtigen, dass z.B. auch die nicht objektbezogenen allgemeinen Verwaltungskosten in Abzug zu bringen sind, wenn der Marktwert des Eigenkapitals ermittelt werden soll. Zudem weisen die unterschiedlichen Vorgehensweisen zur Ermittlung des NAV spezifische Besonderheiten und Annahmen auf, die einen unmittelbaren Vergleich mit einem ertragswertbasierten Verfahren nicht zulassen.⁷⁷

⁷⁵ Vgl. die von Fleischer in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung (3. Auflage) in § 9.23 zitierten Urteile.

⁷⁶ EPRA, Best Practices Recommendations Guidelines, Sep. 2024.

⁷⁷ Vgl. hierzu auch die Ausführungen des Bewertungsgutachters, Abschnitt 3.5.

70. Wesentlicher Bestandteil der Net Asset Value Verfahren ist bei der Ermittlung der Vermögenswerte der Rückgriff auf die Verkehrswerte der Immobilien. In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass die Verkehrswertermittlung einem Einzelbewertungsgrundsatz folgt und die Summe der Einzelwerte regelmäßig nicht dem möglichen Verkaufserlös einer Gesamtheit sämtlicher oder größerer Einheiten (mit einer Vielzahl an Einzelobjekten) entspricht. Darüber hinaus ist zu beobachten, dass die NAVs bei börsennotierten Immobilienbestandhaltern in Deutschland deutlich von den Marktkapitalisierungen dieser Unternehmen entkoppelt sind. Zurückzuführen ist diese Beobachtung insbesondere auf die abweichende Vorgehensweise zur Ermittlung der angesetzten Kapitalkosten, die nicht mit den maßgeblichen für die Unternehmensbewertung herangezogenen Kapitalkosten zu vergleichen sind. Die sich ergebenden Wertunterschiede zwischen NAV und einem Ertragswertverfahren sind somit nicht ohne weitere Anpassungen und Ergänzungen zu vergleichen. Hierzu verweisen wir auch auf unsere Analysen zu den Abweichungen zwischen Marktkapitalisierung und NAV in Kapitel D.V.b.
71. Im Ergebnis erachten wir daher die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters als sachgerecht, keine auf die Zwecke der Unternehmensbewertung angepasste Net Asset Value-Ermittlung durchzuführen.
72. Gleichwohl haben wir den Net Asset Value im Rahmen unserer Plausibilisierungshandlungen in Form des Verhältnisses der NAVs zu den Marktkapitalisierungen der Gesellschaften berücksichtigt und gewürdigt.

5. Vergleichsorientierte Bewertung

73. Zu Plausibilisierungszwecken ist es üblich, indikative Unternehmenswerte oder Wertbandbreiten anhand eines mittels Multiplikator bestimmten Vielfachen einer Erfolgs- oder Bestandsgröße zu ermitteln, die als branchenüblich angesehen werden. Geeignete Multiplikatoren werden dabei entweder aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet. Bei sorgfältiger Durchführung solcher Bewertungen ist zum einen eine Analyse der zurückliegenden und ebenso der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts erforderlich. Analystenschätzungen sind i.d.R. allerdings nur für einen begrenzten Prognosezeitraum verfügbar. Zum anderen müssen die Ergebnismultiplikatoren aus einer Analyse der Bewertungen vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden. Hierbei können unternehmensspezifische Ertrags- und Kostenstrukturen nicht hinreichend berücksichtigt sein. Ferner können besonders zu berücksichtigende Sachverhalte, wie z.B.

Verlustvorträge, bei einer Multiplikatoren-Bewertung oftmals nicht angemessen Berücksichtigung finden. Derartige Multiplikatoren-Bewertungen stellen daher nur vereinfachte, pauschale Wertermittlungen dar. Daher ist ihnen eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswertmethode – wie sie hier vorgenommen wurde – vorzuziehen.

6. Vorerwerbe

74. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können nach IDW S 1 Tz. 13 grundsätzlich als Anhaltspunkt zur ökonomischen Plausibilisierung von Unternehmens- und Anteilswerten herangezogen werden, ersetzen aber keine Unternehmensbewertung. Sie sind darüber hinaus auch durch die subjektiven Entscheidungswerte des Erwerbers, z.B. durch nur von ihm erzielbare Synergien oder Paketzuschläge bzw. Kontrollprämien, beeinflusst.
75. Aus diesem Grund entspricht es seit der Grundsatzentscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999 gesicherter Rechtsprechung, dass Vorerwerbspreise für die Festlegung der Abfindung nach § 305 AktG keine Relevanz haben.⁷⁸

7. Bewertungsvorgehen des Bewertungsgutachters

76. Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmenswert der Deutsche Wohnen und der Vonovia nach der im IDW S 1 niedergelegten Ertragswertmethode ermittelt. Der Zukunftserfolgswert – und somit auch das Ertragswertverfahren als eine mögliche Vorgehensweise zu dessen Ermittlung – ist nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre und im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer in Deutschland die maßgebliche und anerkannte Methode zur Wertermittlung von Unternehmen, bei denen der Fortführungswert den Liquidationswert übersteigt. Auch in der Rechtsprechung ist das Ertragswertverfahren als übliche Praxis anerkannt. Eine alternative Bewertung nach der DCF-Methode konnte daher entfallen.

⁷⁸ So zutreffend Bewertungsgutachten, Abschnitt 3.7.

77. Der Bewertungsgutachter hat den jeweiligen Ertragswert der herrschenden Auffassung entsprechend als objektivierten Unternehmenswert, also unter Gesichtspunkten eines typisierten Anteilseigners, ermittelt. Hierbei wird von einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen, natürlichen Person ausgegangen, die aufgrund ihres geringen Aktienbesitzes weder finanzielle noch unternehmenspolitische Einflüsse ausüben kann.
78. Die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts ist gemäß Vorgaben des IDW S 1 so vorzunehmen, dass Verbundeffekte, die sich erst in Folge des Abschlusses des BGAV ergeben könnten („echte Synergieeffekte“), außer Betracht gelassen werden, während Verbundeffekte, die sich auch ohne diese Maßnahme realisieren lassen und die Bestandteil des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts sind („unechte Synergieeffekte“), zu berücksichtigen sind. Die bestehenden Synergiepotentiale mit der Deutsche Wohnen, die gemäß IDW S 1 als unechte Synergien einzustufen sind, wurden insbesondere bereits aufgrund der weitgehenden bestehenden Integration der Deutsche Wohnen in den Konzern der Vonovia berücksichtigt und sind in der aktuellen Planung enthalten. Darüber hinausgehende, auch ohne BGAV erzielbare positive Synergiepotentiale aus der Verbindung mit Deutsche Wohnen oder deren unmittelbaren und mittelbaren Gesellschaftern sind nicht erkennbar.
79. Eine darüber hinausgehende Berücksichtigung weiterer Synergieeffekte wurde vor diesem Hintergrund durch den Bewertungsgutachter nicht vorgenommen. Wir erachten die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters als sachgerecht.
80. Da die Aktien der Deutsche Wohnen börsennotiert sind, darf der Börsenkurs als mögliche Untergrenze der Abfindung nach der Rechtsprechung des BVerfG nicht unberücksichtigt bleiben.⁷⁹ Verfassungsrechtlich ist im Einzelfall eine Abfindung unterhalb des Börsenkurses jedoch dann ausreichend, wenn der Börsenkurs nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt.⁸⁰ Dies kann nach der Rechtsprechung des BGH⁸¹ dann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel mit Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat und daher von einer Illiquidität der Aktie oder einer Marktengung gesprochen werden kann oder Anzeichen für eine Manipulation des Börsenkurses vorliegen.

⁷⁹ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, Az. 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.

⁸⁰ „DAT/Altana“ – BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, Az. 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 f.

⁸¹ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001, Az. II ZB 15/00, a.a.O.

81. Der Bewertungsgutachter hat im vorliegenden Fall mit Hinweis auf die Absicht des Vorstands, die Gesellschaft unbefristet fortzuführen, den Liquidationswert nicht als maßgeblich eingestuft und auf die Ableitung eines Liquidationswerts verzichtet.⁸²
82. Wir halten den Verzicht auf die Ermittlung eines Liquidationswertes für vertretbar. Die Liquidation eines Unternehmens wie der Deutsche Wohnen stellt ein weitgehend fiktives Szenario dar, das auf sehr unsicheren Annahmen bezüglich erzielbarer Kaufpreise für große Immobilienbestände beruhen würde. Auf Basis eigener überschlägiger Berechnungen kommen wir zu der Einschätzung, dass der voraussichtliche Liquidationswert der Deutsche Wohnen unterhalb des ermittelten Ertragswerts liegt. Dabei sind wir davon ausgegangen, dass in einem fiktiven Liquidationsszenario signifikanten Abschläge von den nach IFRS bilanzierten Verkehrswerte hinzunehmen wären, wenn die Vielzahl der Objekte der Deutsche Wohnen ohne die Verwaltungs- und IT-Funktion verkauft werden sollte. Dabei haben wir auch berücksichtigt, dass die Alternativinvestition zum Erwerb einzelner (Groß-)Immobilien der Kauf von Aktien von Immobilienunternehmen ist, die ebenfalls mit Abschlägen von den bilanzierten Net Asset Values gehandelt werden.
83. Zur Plausibilisierung der Ergebnisse der fundamentalanalytischen Unternehmensbewertung auf Basis der Ertragswertmethode hat der Bewertungsgutachter eine vergleichende Marktbewertung mit Börsen-Multiplikatoren⁸³ vorgenommen. Wir haben seine dazu vorgenommenen Erhebungen und Berechnungen nachvollzogen und eigene ergänzende Plausibilisierungsanalysen vorgenommen.
84. Der Gesetzgeber fordert keine explizite Bewertungsmethode, so dass grundsätzlich Methodenfreiheit besteht. Im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wird regelmäßig – wie im vorliegenden Fall – auf das Ertragswertverfahren gemäß IDW S 1 abgestellt. Andere Bewertungsverfahren, wie die Multiplikator-methode oder das Net Asset Value Verfahren, erfassen nicht sämtliche zu erwartende Zahlungsströme oder sind entsprechend anzupassen. Wir erachten vor diesem Hintergrund den vom Bewertungsgutachter vorgenommenen Rückgriff auf das allgemein anerkannte Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung der vorgenommenen Plausibilisierungsanalysen als sachgerecht.

⁸² Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 3.4.

⁸³ Sog. Trading-Multiplikatoren.

85. Im Ergebnis erachten wir die Anwendung der Ertragswertmethode zur Ermittlung des Unternehmenswertes der Deutsche Wohnen und der Vonovia als Basis für die Ableitung von Ausgleich und Abfindung für angemessen.

8. Bewertungsstichtag

86. Der für die Ermittlung der angemessenen Abfindung maßgebliche rechtliche Bewertungsstichtag ergibt sich unmittelbar aus dem Gesetz. Nach § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG sind die Verhältnisse der abhängigen bzw. beherrschten Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung zu berücksichtigen.
87. Die Beschlussfassung des beherrschten Unternehmens über den BGAV ist für die auf den 23. Januar 2025 einzuberufende Hauptversammlung der Deutsche Wohnen vorgesehen. Maßgeblicher rechtlicher Bewertungsstichtag ist damit der 23. Januar 2025. Der Bewertungsgutachter hat zur Ermittlung des Unternehmenswertes der Deutsche Wohnen und der Vonovia die prognostizierten Ausschüttungen mit dem Diskontierungzinssatz auf den technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2024 / 1. Januar 2025 diskontiert und dann auf den 23. Januar 2025 sachgerecht aufgezinst.
88. Für die Ermittlung der angemessenen Ausgleichszahlung findet sich im Gesetz keine entsprechende Regelung. In der Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis findet sich zum einen die Auffassung, der Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses der abhängigen Gesellschaft bestimme auch den rechtlichen Bewertungsstichtag für die Ermittlung des Ausgleichs.⁸⁴ Zum anderen findet sich die Auffassung, dass – vor dem Hintergrund der Tatsache, dass die Garantiedividende Substitut der Dividende ist - der Ausgleich aus dem Ertragswert des Unternehmens zu Beginn des Jahres, in dem der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag wirksam werden soll, zu ermitteln sei.⁸⁵ Im vorliegenden Fall wurde auf den Zeitpunkt zu Beginn des Jahres, in dem der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag wirksam werden soll, abgestellt.
89. Die Vorgehensweise entspricht im Ergebnis einer in Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis als sachgerecht angesehenen Methodik und ist die vorzugswürdige Variante. Sie ist somit angemessen.

⁸⁴ Vgl. Hüttemann/Meyer in Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 14.33.

⁸⁵ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung 2018, Kap. C Tz. 82.

II. Prüfung der Ableitung des Unternehmenswerts der Vonovia

1. Vorgehensweise

90. Gegenstand der Prüfung war zunächst die Abgrenzung des Bewertungsobjekts und die Vorgehensweise bei der Bewertung. Als Grundlage unserer Analysen haben wir das Geschäftsmodell sowie die wirtschaftlichen Grundlagen der Vonovia untersucht. Unter Rückgriff auf die uns vorgelegten Geschäftsberichte, Prüfungsberichte, internen Dokumente sowie öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten haben wir uns im nächsten Schritt mit der Entwicklung der Vergangenheitsergebnisse befasst.
91. Unter Berücksichtigung der um Sondereffekte bereinigten Vergangenheitszahlen haben wir die Planungs-Plausibilisierung durchgeführt. Dabei haben wir uns den Planungsprozess erläutern lassen. Die Planung haben wir auf Basis der Analyse der Markt- und Wettbewerbssituation der Vonovia sowie der eingeleiteten und geplanten Maßnahmen auf Plausibilität, Konsistenz und rechnerische Richtigkeit beurteilt.
92. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Bewertungsmethode und die im Einzelnen festgelegten bewertungstechnischen Parameter auf ihre Angemessenheit hin untersucht. Die Umsetzung im Bewertungsmodell des Bewertungsgutachters haben wir nachvollzogen und zwecks Prüfung der richtigen Anwendung der Methoden, Verarbeitung der Prämissen und Parameter sowie Prüfung der Richtigkeit der Berechnungen ein eigenes Bewertungsmodell aufgebaut.
93. Daneben haben wir eigene Untersuchungen und Berechnungen, insbesondere zu den Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes, zum Börsenkurs sowie zu den Multiplikatoren, vorgenommen.
94. Eine Liquidation der Vonovia ist nicht beabsichtigt. Aufgrund eigener Analysen in Bezug auf eine fiktive Liquidation der Vonovia sind wir zu dem Ergebnis gekommen, dass eine Liquidation der Vonovia kein realistisches, planbares Szenario darstellt, das unter Berücksichtigung der Auswirkungen auf die jeweiligen Immobilienmärkte und der aus den Marktmultiplikatoren börsennotierter Immobilienunternehmen ableitbaren Abschläge von den nach IFRS bilanzierten Vermögenswerten zu einem Liquidationswert führt, der höher wäre als der ermittelte Ertragswert. Es liegen keine Hinweise vor, dass die Vonovia-Organisation ineffizient sei und aus diesem Grund bei einer Liquidation höhere Werte zu erwarten sein könnten.

95. Unsere Prüfungsarbeiten umfassten auch die vom Bewertungsgutachter durchgeführten Untersuchungen zur vergleichenden Marktbewertung und zum Börsenkurs.
96. Als Schwerpunkte der Prüfung haben wir festgelegt:
- Plausibilität der Abbildung der zu erwartenden Geschäftsentwicklung der Deutsche Wohnen und der Vonovia durch die jeweiligen Planungsrechnungen
 - Sachgerechte Übernahme der Planungsrechnung in das jeweilige Bewertungsmodell und Ableitung der ausschüttbaren Ergebnisse
 - Ableitung der nachhaltigen Ergebnisse und der nachhaltigen Thesaurierungen
 - Angemessenheit der Ableitung der Kapitalisierungszinssätze
 - Sachgerechte Berücksichtigung etwaig gesondert zu bewertender Sachverhalte, wie z.B. nicht betriebsnotwendigen Vermögens
 - Bewertungsmethodik
 - Sachgerechte Ableitung des Verrentungszinssatzes für die Ermittlung des Ausgleichs.

2. Bewertungsobjekt

a) Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen

aa) Gesellschaftsrechtliche Grundlagen

97. Die Vonovia hat ihren Sitz in Bochum und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Bochum unter HRB 16879 eingetragen. Ihre Geschäftsanschrift lautet: Universitätsstraße 133, 44803 Bochum.
98. Die Satzung der Gesellschaft liegt uns in der Fassung vom 31. Mai 2024 vor. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.
99. Das Grundkapital der Vonovia beträgt 822.852.925,00 € und ist eingeteilt in insgesamt 822.852.925 auf den Namen lautende Stückaktien ohne Nennbetrag.
100. Das genehmigte Kapital 2022 gemäß § 5.1 der Satzung besteht nach teilweiser Ausschöpfung noch in Höhe von 205.997.072,00 €.
101. Die Aktien der Vonovia sind börsennotiert und die Gesellschaft erfüllt die Transparenz-anforderungen des Prime Standard. Die Vonovia-Aktien sind unter der ISIN DE000A1ML7J1 / WKN A1ML7J zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Die Aktien der Vonovia werden zudem im Freiverkehr u.a. an den Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie über Tradegate Exchange gehandelt. Darüber hinaus können sie in den elektronischen Handelssystemen (Exchange Electronic Trading System) der Deutsche Börse AG, Frankfurt a.M. („XETRA“), der Börse München („Gettex“) sowie der Börse Düsseldorf („Quotrix“) gehandelt werden. Nach der Definition der Deutschen Börse AG beträgt der Streubesitz zum 4. Oktober 2024 85,1 %. Die übrigen 14,9 % werden von der Norges Bank, Oslo/Norwegen, gehalten.

ab) Geschäftstätigkeit

102. Die 2015 gegründete Vonovia besitzt über ihre Vorgängergesellschaften eine Unternehmensgeschichte von mehr als 100 Jahren. Drei Entwicklungslinien bilden die Grundlage der Vonovia: Die 1918 gegründete Gemeinnützige Aktien-Gesellschaft für Angestellten-Heimstätten (GAGFAH), die ersten Eisenbahnerwohnungsgesellschaften (ab 1918) sowie die Wohnungsunternehmen der 1926 gegründeten Vereinigten Stahlwerke AG.
103. Gegenstand des Unternehmens ist gemäß Satzung das Betreiben von Immobiliengeschäften, insbesondere der Erwerb, die Verwaltung und die Veräußerung von Immobilien in Deutschland und im Ausland. Vonovia kann ferner Beteiligungen an deutschen oder ausländischen Immobilienunternehmen erwerben, halten und veräußern.
104. Zur Geschäftstätigkeit gehören u.a. die Bewirtschaftung der eigenen Immobilienbestände, die Entwicklung und Errichtung von neuen Immobilien für die Bewirtschaftung oder für die Veräußerung, der Verkauf einzelner Wohnungen und ein aktives Portfoliomanagement. Zusätzlich betreibt Vonovia ein Servicegeschäft mit wohnungsnahen Dienstleistungen, insbesondere Handwerkerleistungen, Multimedia-Dienstleistungen und Energielieferungen. Gemäß des aktuell verfolgten Werttreiber-Ansatzes werden die Geschäftsaktivitäten der Vonovia über die vier Segmente Rental, Value-add, Recurring Sales und Development gesteuert.
105. Das Kernsegment Rental mit einem Anteil am gesamten Adjusted EBITDA in 2023 von 93,0 % umfasst alle Geschäftsaktivitäten, die auf das wertsteigernde Management der eigenen Wohnimmobilienbestände ausgerichtet sind. Es umfasst die Bewirtschaftungsaktivitäten in Deutschland, Österreich und Schweden.
106. Im Segment Value-add mit einem Anteil am gesamten Adjusted EBITDA in 2023 von 4,1 % sind alle wohnungsnahen Dienstleistungen gebündelt, mit denen das Kerngeschäft der Vermietung ergänzt wird. Diese Dienstleistungen umfassen zum einen Instandhaltungs- und Modernisierungsleistungen für die eigenen Immobilien und zum anderen Dienstleistungen, die in einem engen Bezug zum Vermietungsgeschäft stehen. Darunter fallen die Aktivitäten der eigenen Handwerker- und Wohnumfeldorganisation, das Wohneigentumsverwaltungsgeschäft, die Multimedia-Dienstleistungen, die Messdienstleistungen, die Energielieferung sowie Versicherungsdienstleistungen.

107. Das Segment Recurring Sales mit einem Anteil am gesamten Adjusted EBITDA in 2023 von 2,5 % umfasst die regelmäßigen und nachhaltigen Verkäufe von einzelnen Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern aus dem eigenen Bestand.
108. Das Segment Development mit einem Anteil am gesamten Adjusted EBITDA in 2023 von 0,5 % beinhaltet die Projektentwicklung zur Schaffung von neuem Wohnraum. Dies umfasst die gesamte Wertschöpfungskette beginnend beim Ankauf von Grundstücken bis zur Fertigstellung und dem Verkauf (to sell) bzw. der Integration in den eigenen Bestand (to hold).

ac) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

109. Die Vergangenheitsanalyse bildet den Ausgangspunkt für die Prognose künftiger Entwicklungen und für Plausibilitätsüberlegungen. Um eine bessere Vergleichbarkeit der Planperioden mit den Geschäftsjahren der betrachteten Vergangenheit herzustellen, ist es in der Bewertungspraxis üblich, die Ergebnisse der Vergangenheit in Bezug auf Sachverhalte mit einmaligem bzw. nicht wiederkehrendem Charakter sowie auf außerordentliche oder periodenfremde Posten zu analysieren.
110. Die im Folgenden dargestellten Adjusted EBITDA repräsentieren die um Sondereinflüsse bereinigten operativen Ergebnisse (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen). Die separat ausgewiesenen Sondereinflüsse entsprechen der Definition der Vonovia-Gruppe und repräsentieren periodenfremde, unregelmäßig wiederkehrende oder betriebsatypische Sachverhalte. Aus unserer Sicht sind die vorgenommenen Anpassungen sachgerecht und verbessern die Vergleichbarkeit der historischen Ertragsentwicklung mit der Planungsrechnung.
111. Ergänzend sind sog. Pro-Forma-Anpassungen sinnvoll, wenn sich das Bewertungsobjekt in Folge von Umstrukturierungen, Akquisitionen oder Veräußerungen von Unternehmen oder Geschäftsbereichen im Vergleich zur betrachteten Vergangenheit wesentlich geändert hat. Der zur Veräußerung stehende Geschäftsbereich Pflege wird gemäß IFRS 5 separat als aufgebener Geschäftsbereich (Discontinued Operations) ausgewiesen. Zusätzliche Anpassungen sind aus unserer Sicht nicht erforderlich.
112. Die nachfolgende Tabelle stellt die Ertragslage der Vonovia-Gruppe für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 auf Basis der geprüften Konzern-Gewinn- und Verlustrechnungen nach IFRS sowie für das Geschäftsjahr 2024 auf Basis des 9+3 Forecasts dar. Die Darstellung und Herleitung des Adjusted EBT als wesentliche Steuerungsgröße entspricht der Segmentberichterstattung und der internen Berichtsstruktur, in der auch

die Planungsrechnungen erstellt werden. Zusätzlich erfolgt eine Überleitung des Adjusted EBT zum Periodenergebnis der Geschäftsjahre 2022 und 2023. Für Positionen unterhalb des Adjusted EBT wird, mit Ausnahme der Sondereinflüsse, kein Forecast erstellt.

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNGEN			
	2022	2023	2024
Mio. €	HIST	HIST	FC 9+3
Segmenterlöse Rental	3.186,7	3.253,4	3.327,2
Aufwendungen Rental	-932,4	-851,7	-953,1
Adjusted EBITDA Rental	2.254,3	2.401,7	2.374,1
Segmenterlöse Value-add	1.272,0	1.224,7	1.359,7
Operative Kosten Value-add	-1.145,3	-1.119,2	-1.172,1
Adjusted EBITDA Value-add	126,7	105,5	187,7
Segmenterlöse Recurring Sales	543,4	319,3	455,1
Aufwendungen Recurring Sales	-408,3	-255,9	-400,6
Adjusted EBITDA Recurring Sales	135,1	63,4	54,5
Erlöse aus der Veräußerung von Developmentprojekten to sell	560,6	348,6	972,9
Herstellkosten Development to sell	-440,4	-300,9	-913,9
Rohhertrag Development to sell	120,2	47,7	59,0
Operative Kosten und Erträge Development	-30,2	-34,5	-30,2
Adjusted EBITDA Development	90,0	13,2	28,8
Adjusted EBITDA Total (fortg. Geschäftsber.)	2.606,1	2.583,8	2.645,0
Planmäßige Abschreibungen	-127,5	-110,2	-111,9
Zwischengewinne/-verluste	4,7	17,7	-11,5
Bereinigtes Netto-Finanzergebnis	-486,0	-625,1	-718,5
Adjusted EBT (fortg. Geschäftsbereiche)	1.997,3	1.866,2	1.803,2
Sondereinflüsse	-127,4	-147,9	-270,7
Sonstiges	37,2	-12,2	
Nicht-planmäßige Abschreibungen/Wertminderungen	-1.076,8	-334,2	
Effekte aus zur Veräußerung gehaltenen Immobilien	-52,3	-6,3	
Ergebnis aus der Bewertung von Investment Properties	-1.177,6	-10.651,2	
Ergebnis aus nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen	-436,6	-75,7	
Bewertungs- und Sondereffekte im Finanzergebnis	231,6	176,1	
Reported EBT (fortg. Geschäftsbereiche)	-604,6	-9.185,2	
Ertragsteuern	29,8	2.577,1	
Periodenergebnis aus fortg. Geschäftsber.	-574,8	-6.608,1	
Periodenergebnis aus aufge. Geschäftsber.	-94,6	-148,1	
Periodenergebnis	-669,4	-6.756,2	

Quelle: Geschäftsberichte, Unternehmensplanung

113. Die wesentlichen Entwicklungen der Ertragslage der Vonovia-Gruppe lassen sich wie folgt zusammenfassen:
114. Mit einem Anteil von mehr als 80 % des Adjusted EBITDA Total ist das Segment Rental der wichtigste Treiber der Ertragsentwicklung der Vonovia-Gruppe. Trotz einer geringeren Anzahl an Wohneinheiten konnte das Adjusted EBITDA Rental in 2023 im Vergleich zum Vorjahr gesteigert werden. Wesentliche Treiber waren ein Wachstum der Segmenterlöse aufgrund von organischen Mietsteigerungen und eine Margenverbesserung durch eine Anpassung der Instandhaltungsmaßnahmen an die schwierigeren finanziellen Rahmenbedingungen sowie ein Rückgang der sonstigen operativen Kosten aufgrund erzielter Synergien und positiver Einmaleffekte im Rahmen der Integration der Deutsche Wohnen-Gruppe (u.a. Auflösung von Wertberichtigungen und Rückstellungen, Anpassung von Aktivierungsregeln). Für das Geschäftsjahr 2024 erwartet das Management einen leichten Rückgang des Adjusted EBITDA aufgrund einer geringeren Marge, während die Segmenterlöse bei weiter rückläufigen Wohneinheiten aufgrund von organischen Mietsteigerungen steigen. Während die Instandhaltungsmaßnahmen in 2024 wieder intensiviert wurden, führt u.a. ein Wegfall der positiven Einmaleffekte aus 2023 zu einem Anstieg der operativen Kosten auf ein mit 2022 vergleichbares Niveau.
115. Das Segment Value-add verzeichnete in 2023 einen Rückgang des Adjusted EBITDA im Wesentlichen aufgrund von geringeren Segmenterlösen aus Instandhaltungs- und Modernisierungsleistungen im Zuge von volumenmäßig eingebremsten Investitionen. Zusätzlich sank die Marge aufgrund von höheren Baukosten und Produktivitätseinbußen sowie von Kostensteigerungen durch den Umstieg von Gasheizungen auf Wärmepumpen. Der für 2024 erwartete Anstieg des Adjusted EBITDA reflektiert weitestgehend eine Steigerung der Investitionen in den eigenen Immobilienbestand und den dadurch steigenden eigenen Handwerker- und Technikleistungen sowie im Bereich Multimedia den Ergebniseffekt aus der Verpachtung von Coax-Netzen gemäß IFRS 16 (62 Mio. €).

116. Der deutliche Rückgang des Adjusted EBITDA des Segments Recurring Sales in 2023 resultiert im Wesentlichen aus einer geringeren Anzahl verkaufter Wohneinheiten und einem niedrigeren erzielten Verkehrswert Step-up (Veräußerungsgewinne im Verhältnis zu Verkehrswertabgängen). Insgesamt führten gestiegene Renditeerwartungen insbesondere aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus zu einer rückläufigen Nachfrage nach Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern. Für 2024 erwartete das Management einen weiteren Rückgang des Verkehrswert Step-up, was trotz volumenbedingter höherer Segmenterlöse zu einem Rückgang des Adjusted EBITDA in 2024 führt.
117. Der Rückgang des Adjusted EBITDA des Segments Development in 2023 resultierte analog zum Segment Recurring Sales aus geringeren Verkäufen vor dem Hintergrund eines gestiegenen Zinsniveaus. Gleichzeitig sank der durchschnittliche Step-up, in dem sich neben der rückläufigen Nachfrage auch die gestiegenen Baukosten sowie die vorübergehende Priorisierung von Liquidität vor Profitabilität widerspiegeln. Für 2024 erwartet das Management einen Anstieg des Adjusted EBITDA insbesondere aufgrund eines Anstiegs der verkauften Wohneinheiten. Darin spiegeln sich sowohl eine Aufhellung des Transaktionsumfelds aufgrund sinkender Zinsen als auch die Veräußerung von Developmentprojekten an verschiedene von HIH Invest Real Estate GmbH, Hamburg, aufgelegte Fonds wider. Der hohe Anteil der Verkäufe durch Global Exits sowie eine Vertriebsoffensive bei Eigentumswohnungen führt erwartungsgemäß zu einem weiteren Rückgang des Step-up.
118. Für die Herleitung eines Adjusted EBT wurde das Netto-Finanzergebnis um unregelmäßig wiederkehrende, nicht Cash-relevante sowie finanzmathematische Bewertungssachverhalte bereinigt und beinhaltet maßgeblich Zinsaufwendungen im Zusammenhang mit den originären Finanzverbindlichkeiten. Der Anstieg der Zinsaufwendungen reflektiert im Wesentlichen die Entwicklungen im Zinsumfeld.

119. Sondereinflüsse gemäß der Definition der Vonovia-Gruppe werden fortlaufend buchhalterisch separat erfasst und betreffen im Wesentlichen transaktionsbezogene Einmalkosten (2022: 113,1 Mio. €, 2023: 70,0 Mio. €, 2024: 55,0 Mio. €) inklusive externe Beratungskosten und einmalige Personalkosten (u.a. Abfindungen). In den Jahren 2022 und 2023 resultiert ein wesentlicher Teil der Transaktionskosten aus der Übernahme der Deutsche Wohnen. Ein maßgeblicher Treiber für das hohe erwartete Niveau der Sondereinflüsse in 2024 ist die Bildung einer Rückstellung für eine mögliche Inanspruchnahme aus Rechtsstreitigkeiten mit einem Sozialversicherungsträger (140,0 Mio. €). Weiterhin fielen in 2023 und 2024 hohe Einmalkosten für personalbezogenen Sachverhalte von 35,1 Mio. € und 31,4 Mio. € an, die fast ausschließlich auf gezahlte Inflationsausgleichsprämien zurückzuführen sind. Einen Teil der als Sondereinflüsse definierten Sachverhalte (u.a. Altersteilzeit, Long-Term Incentive Plan und Organisationsprojekte) erachtet das Management als wiederkehrend und berücksichtigt dafür in der Planungsrechnung ab 2026 einen Aufwand von 33,0 Mio. € p.a. Die für 2025 geplanten höheren Sondereinflüsse von 72,9 Mio. € beinhalten bereits bekannte Sachverhalte.
120. Die Position „Sonstiges“ beinhaltet im Wesentlichen Ergebniseffekte aus opportunistischen Verkäufen von Grundstücken und Gebäuden sowie damit verbundene Kosten. Der positive Ertrag in 2022 reflektiert neben einem höheren Step-up eine deutlich höhere Anzahl an verkauften Einheiten inklusive dem Paketverkauf Berlin aus dem Vonovia Portfolio im Zuge des Erwerbs der Deutsche Wohnen.
121. Nicht-planmäßige Abschreibungen/Wertminderungen betreffen maßgeblich die Wertberichtigung von immateriellen Vermögenswerten wie Markenrechten und Geschäfts- oder Firmenwerten sowie Abschreibungen auf finanzielle Vermögenswerte und Vorratsvermögen. Die hohen Aufwendungen in 2022 und 2023 sind insbesondere auf die vollständige Wertberichtigung des Geschäfts- oder Firmenwerts des Segments Rental (2022) und die vollständige Wertberichtigung des Geschäfts- oder Firmenwerts und der Markenrechte des Segments Development (2023) zurückzuführen.
122. Die Periodenergebnisse in 2022 und 2023 waren durch ein negatives Ergebnis aus der Bewertung von Investment Properties belastet. Die Investment Properties werden gemäß IAS 40 zum Fair Value angesetzt. Ein gestiegenes Zinsniveau führte vor allen Dingen in 2023 zu einem signifikanten Rückgang der Fair Values.
123. Das hohe negative Ergebnis aus der nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen in 2022 resultiert insbesondere aus der Wertberichtigung der Beteiligungen an der Adler-Gruppe sowie der QUARTERBACK Immobilien-Gruppe. Die für 2023 ausgewiesenen

Verluste stellen im Wesentlichen die Ergebnisfortschreibung der QUARTERBACK Immobilien-Gruppe dar.

124. Die wesentlichen Treiber der positiven Bewertungs- und Sondereffekte im Finanzergebnis in 2022 und 2023 waren Zinserträge aus Teilauflösungen und Rückkäufen von Bonds, Effekte aus der Bewertung originärer Finanzinstrumente und Zinsswaps sowie dem Ergebnis aus Derivatebewertung im Zusammenhang mit Eigenkapitalinstrumenten (ausschließlich 2023).
125. Das Periodenergebnis des Großteils des zur Veräußerung stehenden Geschäftsbereichs Pflege wird separat als aufgebener Geschäftsbereich (Discontinued Operations) ausgewiesen.
126. Für weitere Erläuterungen verweisen wir auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten.

127. Die Aktiva zu den Abschlussstichtagen der Geschäftsjahre 2022 und 2023 auf Basis der geprüften IFRS-Konzernabschlüsse sowie zum Zwischenabschluss zum 30. September 2024 sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

AKTIVA			
	Dez 2022	Dez 2023	Sep 2024
Mio. €	HIST	HIST	HIST
Immaterielle Vermögenswerte	1.659,5	1.423,7	1.423,9
Sachanlagen	673,4	655,1	660,9
Investment Properties	92.300,1	81.120,3	78.472,4
Finanzielle Vermögenswerte	745,0	1.456,3	1.353,5
Nach der Equity-Methode bil. Finanzanlagen	240,1	157,9	213,3
Sonstige Vermögenswerte	380,2	221,7	127,8
Latente Steueransprüche	39,6	86,4	86,4
Langfristige Vermögenswerte	96.037,9	85.121,4	82.338,2
Vorräte	32,1	19,7	18,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	161,0	593,2	207,2
Finanzielle Vermögenswerte	768,2	1.007,8	1.059,8
Sonstige Vermögenswerte	621,0	660,3	731,3
Laufende Ertragsteueransprüche	239,9	178,2	144,2
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	1.302,4	1.374,4	2.104,6
Immobilienvorräte	2.156,3	1.957,7	2.128,1
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte	70,8	313,1	1.604,6
Vermögenswerte der aufge. Geschäftsbereiche	-	770,1	693,1
Kurzfristige Vermögenswerte	5.351,7	6.874,5	8.691,8
Summe Aktiva	101.389,6	91.995,9	91.030,0

Quelle: Geschäftsberichte, Zwischenmitteilung 2024/Q3

128. Die Zusammensetzung und Entwicklung der Aktiva in der Vergangenheit lassen sich wie folgt zusammenfassen:
129. Hauptposten des Gesamtvermögens sind die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien (Investment Properties), die gemäß IAS 40 in Verbindung mit IFRS 13 zum Verkehrswert (Fair Value) bewertet werden. Der Rückgang der Investment Properties resultiert maßgeblich aus Wertberichtigungen, die insbesondere auf die gestiegenen Renditeerwartungen von Immobilieninvestoren zurückzuführen sind. Zusätzlich erfolgte zum 30. September 2024 eine Umgliederung von rund 4.500 Wohneinheiten in Berlin in die zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte.
130. Die immateriellen Vermögenswerte zum 30. September 2024 betreffen fast ausschließlich den Geschäfts- oder Firmenwert des Geschäftsbereichs Value-add. Der Rückgang zum 31. Dezember 2023 im Vergleich zum Vorjahresstichtag resultiert aus einer vollständigen Wertberichtigung der Geschäfts- und Firmenwerte sowie der Markenrechte des Geschäftsbereichs Development.

131. Das Sachanlagevermögen ist von eher untergeordneter Bedeutung, da die zur Bewirtschaftung gehaltenen Immobilien unter den Investment Properties ausgewiesen werden.
132. Kurz- und langfristige finanzielle Vermögenswerte zum 30. September 2024 beinhalten Derivate (931,0 Mio. €), Darlehensforderungen gegen die QUARTERBACK Immobilien-Gruppe (723,1 Mio. € inklusive Zinsabgrenzung) und kurzfristige Finanzmittelanlagen in hochliquide Geldmarktfonds (324,8 Mio. €). Der Großteil der Derivate in Höhe von 883,0 Mio. € entfällt auf langfristige Call-Optionen, die Vonovia in 2023 im Zusammenhang mit dem Verkauf von zwei Minderheitsbeteiligungen am sogenannten Südewo-Portfolio sowie am sogenannten Norddeutschland-Portfolio erhalten hat.
133. Die nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen beinhalten insbesondere die Beteiligungen an dem Projektentwickler QUARTERBACK Immobilien AG und elf verbundenen Objektgesellschaften. Der Anstieg des Buchwerts zum 30. September 2024 resultiert aus einer Umklassifizierung der Anteile an der Gropyus AG in die nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen.
134. Die Schwankungen der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen reflektieren im Wesentlichen sogenannte Timing-Effekte in Bezug auf Forderungen aus dem Verkauf von Bestandsimmobilien und Immobilienvorräten, während Forderungen aus Vermietung und anderen Lieferungen und Leistungen von eher untergeordneter Bedeutung sind.
135. Kurz- und langfristige sonstige Vermögenswerte zum 30. September 2024 beinhalten geleistete Anzahlungen (438,8 Mio. €), Vertragsvermögenswerte aus dem Development-Geschäft und aus Betriebskosten (108,2 Mio. €) sowie Forderungen gegen Versicherungen (93,7 Mio. €). Geleistete Anzahlungen umfassen fast ausschließlich Anzahlungen für laufende Immobilienprojektentwicklungen durch Dritte (sogenannte Forward Deals).
136. Die Buchwerte der Immobilienvorräte entwickelten sich relativ stabil zu den drei Stichtagen und betreffen Entwicklungsprojekte zum Bau von zur Veräußerung vorgesehenen Wohneinheiten, die sich aktuell im Bau befinden oder bereits fertiggestellt, jedoch noch nicht verkauft sind.

137. Die zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte beinhalten ausschließlich Immobilien, für die zum Bilanzstichtag im Rahmen des gewöhnlichen Vertriebsgeschehens bereits notariell beurkundete Kaufverträge geschlossen wurden oder deren Verkauf innerhalb der nächsten zwölf Monate als hochwahrscheinlich eingeschätzt wird. Der deutliche Anstieg des Buchwerts zum 30. September 2024 resultiert aus dem geplanten Verkauf eines Portfolios in Berlin.
138. Die Vermögenswerte und Schulden der aufgegebenen Geschäftsbereiche betreffen den Geschäftsbereich Pflege der Deutsche Wohnen-Gruppe, der planmäßig bis Mitte 2025 veräußert werden soll. Die niedrigeren Vermögenswerte und Schulden zum 30. September 2024 resultieren aus der Veräußerung von Pflegeimmobilien in den ersten neun Monaten 2024.
139. Für weitere Erläuterungen verweisen wir auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten.

140. Die Passiva zu den Abschlusstichtagen der Geschäftsjahre 2022 und 2023 auf Basis der geprüften IFRS-Konzernabschlüsse sowie zum Zwischenabschluss zum 30. September 2024 sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

PASSIVA			
	Dez 2022	Dez 2023	Sep 2024
Mio. €	HIST	HIST	HIST
Eigenkapital	34.438,8	29.944,6	28.605,8
Rückstellungen	655,7	606,9	657,9
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5,2	7,0	7,0
Originäre finanzielle Verbindlichkeiten	41.269,7	39.636,5	38.729,4
Derivate	0,0	59,2	67,3
Verbindlichkeiten aus Leasing	641,0	629,3	629,6
Verbindlichkeiten ggü. nicht beh. Anteilseignern	220,0	167,7	169,4
Finanzverbindlichkeiten aus Mieterfinanzierung	43,0	41,6	44,2
Sonstige Verbindlichkeiten	27,9	51,0	85,9
Latente Steuerschulden	18.612,4	15.713,2	15.377,1
Langfristige Schulden	61.474,9	56.912,4	55.767,8
Rückstellungen	238,0	202,9	297,6
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	563,3	486,4	463,7
Originäre finanzielle Verbindlichkeiten	3.790,0	3.260,6	4.332,7
Derivate	1,3	0,1	0,0
Andienungsrechte	270,9	316,2	324,8
Verbindlichkeiten aus Leasing	41,5	43,9	45,3
Verbindlichkeiten ggü. nicht beh. Anteilseignern	15,9	30,7	25,4
Finanzverbindlichkeiten aus Mieterfinanzierung	112,1	112,5	110,1
Laufende Ertragsteuern	241,3	260,0	214,7
Sonstige Verbindlichkeiten	201,6	283,6	560,6
Schulden im Zshg. mit zur Veräußerung geh. VW	0,0	0,0	194,6
Schulden der aufgegebenen Geschäftsbereiche	-	142,0	86,9
Kurzfristige Schulden	5.475,9	5.138,9	6.656,4
Summe Passiva	101.389,6	91.995,9	91.030,0

Quelle: Geschäftsberichte, Zwischenmitteilung 2024/Q3

141. Die Zusammensetzung und Entwicklung der Passiva in der Vergangenheit lassen sich wie folgt zusammenfassen:
142. Wesentlicher Treiber der kurz- und langfristigen Schulden sind die originären Finanzverbindlichkeiten mit einem Buchwert zum 30. September 2024 von 43.062,1 Mio. €. Die Vonovia-Gruppe finanziert sich im Wesentlichen über unbesicherte börsennotierte Unternehmensanleihen (Nominalwert zum 30. September 2024: 25.400,5 Mio. €) und Hypothekendarlehen (Nominalwert zum 30. September 2024: 14.587,9 Mio. €). Ein wesentlicher Anteil der Anleihen stammt aus dem European Medium Term Notes (EMTN)-Programm, mit dem sich Vonovia jederzeit und kurzfristig neue Finanzmittel über Anleiheemissionen beschaffen kann. Der am 2. April 2024 auf 40 Mrd. € lautende und veröffentlichte Prospekt ist jährlich zu aktualisieren und durch die Finanzaufsicht des Großherzogtums Luxemburgs zu genehmigen. Die Nominalverpflichtungen sind zum 30. September 2024 zu rund 30 % durch Grundschulden und weiteren Sicherheiten gegenüber den Gläubigern gesichert. Die Finanzverbindlichkeiten beinhalten insgesamt kein wesentliches kurzfristige Zinsänderungsrisiko, da es sich entweder um Finanzierungen mit langfristiger Zinsbindung handelt oder um variabel verzinsliche Verbindlichkeiten, die mittels derivativer Finanzinstrumente abgesichert sind. Zwischen dem 31. Dezember 2022 und 30. September 2024 wurden die originären Finanzverbindlichkeiten insgesamt um 1.997,6 Mio. € reduziert. Wesentlicher Treiber war die Tilgung von EMTN-Anleihen.
143. Die kurz- und langfristigen Rückstellungen zum 30. September 2024 von 955,5 Mio. € umfassen im Wesentlichen Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen (493,2 Mio. €), Rückstellungen für sonstige Verpflichtungen aus dem Personalbereich (199,9 Mio. €), Rückstellungen für Rechtsstreitigkeiten und Prozesskosten (87,3 Mio. €) und sonstige Steuerrückstellungen ohne latente Steuern (26,7 Mio. €). Der Anstieg zum 30. September 2024 resultiert im Wesentlichen aus einer Neueinschätzung der Eintrittswahrscheinlichkeit der Inanspruchnahme im Zusammenhang mit laufenden Rechtsstreitigkeiten mit einem Sozialversicherungsträger. In der Folge wurde im 3. Quartal 2024 eine Rückstellung von insgesamt 140,0 Mio. € gebildet. Bei den Verbindlichkeiten gegenüber nicht beherrschenden Anteilseignern handelt es sich insbesondere um Verpflichtungen zur Zahlung von Garantiedividenden im Rahmen von Ergebnisabführungsverträgen oder Co-Investorenvereinbarungen.

145. Andienungsrechte betreffen Kaufpreisverbindlichkeiten aus gewährten Put-Optionen für von Minderheitsgesellschaftern gehaltene Anteile. Der Anstieg zum 31. Dezember 2023 reflektiert im Wesentlichen die Erhöhung der Anteile Dritter an der Süddeutsche Wohnen GmbH, Stuttgart.
146. Kurz- und langfristige sonstige Verbindlichkeiten zum 30. September 2024 beinhalten erhaltene Anzahlungen, insbesondere für Betriebs- und Heizkostenabrechnungen (298,8 Mio. €), passive Rechnungsabgrenzungsposten inklusive der Abgrenzung von Investitionszuschüssen (96,4 Mio. €) und abgegrenzte Aufwendungen (78,3 Mio. €). Der deutliche Anstieg im Betrachtungszeitraum reflektiert insbesondere den Anstieg der erhaltenen Anzahlungen für Betriebs- und Heizkostenabrechnungen sowie eine zum 30. September 2024 bilanzierte Kaufpreisverpflichtung aus dem Ankauf von Grundstücken und Bewirtschaftungseinheiten der QUARTERBACK Immobilien-Gruppe (60,0 Mio. €).
147. Latente Steuern werden für temporäre Differenzen gebildet, die insbesondere aus der Fair Value Bewertung der Investment Properties nach IAS 40 gegenüber einer Bewertung zu den fortgeführten Anschaffungskosten in der Steuerbilanz resultieren. Der deutliche Rückgang im Betrachtungszeitraum reflektiert vorgenommene Wertberichtigungen der Investment Properties.
148. Schulden im Zusammenhang mit zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerten resultieren aus dem geplanten Verkauf eines Portfolios in Berlin, für den bereits ein notarieller Verkaufsvertrag abgeschlossen wurde und dessen Vollzug für den 31. Dezember 2024 erwartet wird.
149. Für weitere Erläuterungen verweisen wir auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten.

ad) Markt- und Wettbewerbsumfeld

150. Das Markt- und Wettbewerbsumfeld wird im Bewertungsgutachten im Hinblick auf die allgemeine Wirtschaftsentwicklung, der Bevölkerungsentwicklung sowie der Entwicklung im Wohn- und Investmentmarkt ausführlich erläutert.⁸⁶ Darüber hinaus werden einzelne ausgewählte Standorte detailliert erläutert.
151. Wir erachten die Ausführungen als nachvollziehbar und ausreichend für die Darstellung des Markt- und Wettbewerbsumfelds und verweisen diesbezüglich auf die dortigen Ausführungen.

b) Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts

152. Als Bewertungsobjekt wird durch den Bewertungsgutachter zutreffend die Vonovia einschließlich ihrer Tochtergesellschaften betrachtet.
153. Die Bewertung des Konzerns kann grundsätzlich nach verschiedenen Methoden durchgeführt werden, entweder stufenweise durch Vereinnahmung der Ergebnisse im Beteiligungsergebnis des beteiligten Unternehmens oder simultan durch Summierung und Konsolidierung sowie durch Addition der Werte jedes einzelnen Konzernunternehmens unter Berücksichtigung der Beteiligungsverhältnisse (sog. „Sum-of-the-parts“). Sofern sachgerecht angewendet, führen die Methoden zu identischen Ergebnissen.
154. Der Bewertungsgutachter hat als Basis für seine Bewertung die konsolidierte Planung der Vonovia verwendet und einen aggregierten Wert für die Vonovia einschließlich ihrer Tochtergesellschaften ermittelt. Dabei wurden Beteiligungen, deren Erträge nicht in der Planung erfasst, sind als Sonderwert berücksichtigt.
155. Zusammenfassend halten wir die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters zur Strukturierung und Abgrenzung des Bewertungsobjekts für sachgerecht.

⁸⁶ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 2.3.b).

3. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoausschüttungen

a) Planungsprozess

156. Die für die Bewertung der Vonovia herangezogene Planung der Vonovia-Gruppe wurde im Zeitraum Juli bis November 2024 erstellt. Sie wurde in der Vorstandssitzung der Vonovia am 28. November 2024 vom Vorstand der Gesellschaft beschlossen. Der Aufsichtsrat der Vonovia hat am 10. Dezember 2024 die Planung für das Budgetjahr 2025 genehmigt und die Planung für die weiteren Planjahre zur Kenntnis genommen.
157. Die vorgenannte Planung, die nach Rechnungslegungsgrundsätzen der IFRS aufgestellt wurde, umfasst den Zeitraum 2025 bis 2034. Sie besteht für das erste Planjahr 2025 aus einer Detailplanung, die für die weiteren Planperioden 2026 bis 2029 im Wesentlichen auf Grundlage der Hauptwerttreiber des Geschäfts fortgeschrieben wurde. Die Planung für die Jahre 2030 bis 2034 ist eine Fortschreibung auf Grundlage der Planungen für den Zeitraum 2025 bis 2029. Die wesentliche Ausnahme von diesem Ansatz betrifft das Segment Development, für das eine planerische 10-Jahresbetrachtung angewandt wurde.
158. Die vorliegende Planung für den Zeitraum 2025 bis 2029 wurde nicht anlassbezogen vorgenommen, sondern der zugrundeliegende Planungsprozess wird jährlich durchlaufen. Die Planung für den Zeitraum 2030 bis 2034 erfolgte vor dem Hintergrund des geplanten Abschlusses des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Vonovia und der Deutsche Wohnen.
159. Wesentliche Werttreiber der Planung sind die Mietentwicklung, der Umfang an Modernisierungen, Instandhaltungsausgaben sowie die Immobilienbestandsentwicklung einschließlich der damit korrespondierenden Annahmen zu Immobilienkäufen und -verkäufen sowie dem Fortschritt von Immobilienentwicklungsprojekten.
160. Die Planung basiert grundsätzlich auf einem „Bottom up“-Prozess unter Einbindung der relevanten Fachbereiche und -abteilungen der Vonovia-Gruppe, auf die in mehreren iterativen Planungsschleifen Top-Down-Anpassungen vorgenommen werden. Die Planungen für die Aktivitäten in Österreich und Schweden wurden durch das jeweilige lokale Management erstellt und in die Gesamtplanung der Vonovia-Gruppe eingebunden.
161. Die Planungen wurden auf Ebene der einzelnen Segmente durchgeführt, wobei vor allem für das Segment Rental eine nach Geschäftsbereichen und Regionen differenzierte Betrachtung angewandt wurde.

162. Wir haben die Planungssystematik nachvollzogen und sehen keine Hinweise, dass die Planungsrechnung nicht für Zwecke der Unternehmensbewertung herangezogen werden sollte.

b) Planungsrechnung des operativen Ergebnisses

163. Die Planungsrechnungen bis zum EBIT für Bewertungszwecke der Vonovia-Gruppe für den Zeitraum 2025 bis 2034 sowie - für Vergleichszwecke - für das laufende Geschäftsjahr 2024 auf Basis eines „9+3“-Forecasts (d.h. Ist-Ergebnisse bis September 2024 und Projektionen für die weiteren drei Monate des Geschäftsjahres 2024) ist im Folgenden wiedergegeben. Das EBIT für Bewertungszwecke beinhaltet keine konzerninternen Ergebniskonsolidierungen und keine Ergebniseffekte aus der Bewertung von Investment Properties. Die Konsolidierungen werden nicht erfasst, da die Zwischenergebnisse mit Investitionen korrespondieren, die auf einem konzerninternen Bezug beruhen. Aufgrund der fehlenden Zahlungswirksamkeit sind ferner die Bewertungseffekte von Investment Properties für Unternehmensbewertungszwecke unbeachtlich.

PLAN-GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNGEN

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Mio. €	FC 9+3	Budget	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Segmenterlöse Rental	3.327,2	3.363,1	3.485,1	3.644,3	3.771,5	3.884,0	3.997,2	4.128,9	4.258,9	4.396,6	4.526,0
Aufwendungen Rental	-953,1	-964,0	-984,2	-985,7	-979,7	-969,9	-980,0	-991,8	-1.003,5	-1.018,0	-1.029,8
Adjusted EBITDA Rental	2.374,1	2.399,1	2.500,9	2.658,6	2.791,7	2.914,0	3.017,3	3.137,0	3.255,4	3.378,6	3.496,2
Segmenterlöse Value-add	1.359,7	1.422,7	1.506,6	1.636,0	1.730,6	1.804,2	1.809,8	1.833,2	1.873,1	1.914,2	1.939,3
Operative Kosten Value-add	-1.172,1	-1.240,2	-1.286,4	-1.324,7	-1.365,6	-1.414,0	-1.460,3	-1.489,5	-1.519,3	-1.549,6	-1.580,6
Adjusted EBITDA Value-add	187,7	182,5	220,2	311,3	365,0	390,2	349,6	343,8	353,9	364,6	358,7
Segmenterlöse Recurring Sales	455,1	490,0	789,4	1.631,9	1.646,8	1.669,2	1.690,4	1.712,2	1.331,7	1.356,3	1.381,9
Aufwendungen Recurring Sales	-400,6	-414,2	-628,6	-1.383,3	-1.393,4	-1.411,4	-1.428,3	-1.445,7	-1.103,2	-1.122,5	-1.139,2
Adjusted EBITDA Recurring Sales	54,5	75,8	160,8	248,7	253,5	257,9	262,1	266,5	228,4	233,8	242,7
Erlöse aus der Veräußerung von Developmentprojekten to sell	972,9	882,1	1.064,7	1.086,9	1.449,3	1.864,9	2.098,4	2.653,8	2.282,8	2.250,2	2.224,0
Herstellkosten Development to sell	-913,9	-760,8	-943,3	-916,8	-1.236,3	-1.609,6	-1.819,4	-2.375,2	-1.961,1	-1.889,0	-1.847,5
Rohrertrag Development to sell	59,0	121,3	121,4	170,2	213,0	255,3	279,0	278,6	321,7	361,2	376,5
Operative Kosten und Erträge Development	-30,2	-37,5	-39,5	-55,6	-65,6	-69,7	-61,3	-37,2	-52,4	-66,5	-61,1
Adjusted EBITDA Development	28,8	83,8	81,9	114,5	147,5	185,5	217,7	241,4	269,4	294,7	315,4
Adjusted EBITDA Total (fortg. Geschäftsbereiche)	2.645,0	2.741,1	2.963,9	3.333,1	3.557,7	3.747,6	3.846,7	3.988,7	4.107,1	4.271,6	4.413,0
Sonstiges		55,5	-3,9	-4,0	-15,3	-15,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sondereinflüsse		-72,9	-33,0	-33,0	-33,0	-33,0	-33,0	-33,0	-33,0	-33,0	-33,0
Abschreibungen		-121,6	-128,3	-132,7	-137,0	-140,8	-144,2	-147,0	-150,0	-153,0	-156,0
EBIT für Bewertungszwecke		2.602,1	2.798,7	3.163,5	3.372,4	3.558,4	3.669,7	3.808,8	3.924,2	4.085,8	4.224,1

Quelle: Unternehmensplanung

164. Der Anstieg des Adjusted EBITDA Total der fortgeführten Geschäftsbereiche der Vonovia-Gruppe von 2024 bis 2034 in Höhe von 1.768 Mio. € (+67 % versus 2024) ist vor allem auf das Segment Rental zurückzuführen, welches 1.122 Mio. € bzw. 63 % zu diesem Anstieg beitragen soll. Weitere 287 Mio. € (16 %) des Anstiegs sollen auf das Segment Development entfallen. Das Kernsegment Rental soll in 2024 fast 90 % zum Adjusted EBITDA Total der fortgeführten Geschäftsbereiche beitragen.
165. Die Erlöse des Segments Rental, die im Zeitraum von 2024 bis 2034 mit einem CAGR von 3,1 % kontinuierlich steigen sollen, entfallen vor allem auf Mieteinnahmen für Wohnimmobilien. Auf Mieterlöse für gewerbliche Immobilien entfällt lediglich ein kleiner Umsatzanteil von weniger als 5 %. Die Erlöse für Mietwohneinheiten sind im Wesentlichen eine Funktion des aktuellen Mietniveaus und dessen geplante Steigerung im Zeitablauf, der Leerstandsquote sowie des Immobilienbestands und der damit korrespondierenden Wohnfläche.
166. Die Planung der Mieteinnahmen differenziert nach Ursache für eine Mietveränderung. Entsprechend werden die Mieten unter anderem in Abhängigkeit von Mietsteigerungspotentialen aufgrund der rechtlichen Vorschriften des § 558 BGB für Bestandsmieten und des § 556d BGB (sogenannte „Mietpreisbremse“) bei Neuvermietungen als Mietpreissteigerungen im Kerngeschäft budgetiert. In Bezug auf das Mietsteigerungspotential nach § 556d BGB wurde unterstellt, dass die derzeitige, bis Ende 2025 noch gültige Gesetzeslage unverändert bis 2034 Anwendung findet.
167. Weitere Mieterhöhungen werden aufgrund der Regelungen des § 559 BGB im Zusammenhang mit Modernisierungsaktivitäten, zum Beispiel im Kontext von energetischen Maßnahmen, sowie aufgrund sonstiger Optimierungs- und Instandhaltungsvorhaben angesetzt. Ferner werden steigende Mietwohnerlöse aufgrund von Neubauaktivitäten berücksichtigt, dies vor allem im Zusammenhang mit Development to hold-Projekten.
168. Aufgrund der Planungen der einzelnen Maßnahmen ergibt sich für den Zeitraum von 2025 bis 2034 somit eine organische jährliche Steigerung der Mieterlöse von 4,0 % bis 5,0 % aggregiert über alle Einzeltreiber.
169. Die Leerstandsquote Wohnen wurde über den Planungszeitraum fast unverändert zwischen 1,8 % und 1,9 % angesetzt, was dem Niveau zum Jahresende 2024 entspricht.

170. Die Anzahl der Wohneinheiten im Bestand soll sich von Ende 2024 bis Ende 2034 um fast 34.000 Einheiten reduzieren, wobei ein Großteil des Rückgangs bereits für 2025 eingeplant ist (ca. 10.600 Einheiten). Dieser Rückgang ist unter anderem auf einen bereits kontrahierten Verkauf von 4.500 Einheiten an die Stadt Berlin zurückzuführen. Die weiteren Bestandsreduktionen sind insbesondere auf Verkäufe von Einheiten als Recurring Sales und Non-Core-Transaktionen eingeplant. Die vorgenannte Reduktion des Wohnimmobilienbestands wirkt sich grundsätzlich mieterlösreduzierend aus und kompensiert insofern partiell den Effekt aus Mieterhöhungen.
171. Die Aufwendungen im Segment Rental entfallen auf Instandhaltungsaufwendungen und operative Kosten. Die Instandhaltungsaufwendungen wurden sukzessive steigend mit einem CAGR von 1,3 % über den Zeitraum 2024 bis 2034 projiziert, was bei einem gleichzeitig sinkenden Quadratmeterbestand der Wohnmietfläche aufgrund der vorgenannten Reduktion der Wohnimmobilieneinheiten zu einem stetigen Anstieg der Instandhaltungsaufwendungen je Quadratmeter führt. Die absolute Entwicklung der Instandhaltungsaufwendungen reflektiert die erwarteten Inflationstrends im Allgemeinen sowie einzelne konkrete Sachverhalte (z.B. Großreparaturen oder regulatorische Anforderungen).
172. Die operativen Kosten, die sämtliche dem Segment Rental zuzuordnenden sonstigen Kostenpositionen umfassen, sollen im Zeitraum von 2024 bis 2034 nur geringfügig schwanken (CAGR von 0,3 %). Die wesentlichen operativen Kostenblöcke betreffen den Betriebskostensaldo (d.h. nicht auf Mieter umlegbare Betriebskosten) sowie administrative Kosten. Die Entwicklung der operativen Kosten im Betrachtungszeitraum ist im Wesentlichen geprägt von inflationsbedingten Kostenanstiegen und Sonderthemen wie etwa steigende Abgaben für die CO₂-Steuer, die durch Effizienzeffekte, unter anderem im Kontext neuer strategischer Initiativen im Segment Value-add, weitestgehend kompensiert werden sollen.
173. Aufgrund des gegenüber den Erlösen unterproportional geplanten Anstiegs der Rental-Aufwendungen ist eine Verbesserung der Adjusted EBITDA-Marge im Segment Rental von 71,4 % in 2024 auf 77,2 % in 2034 budgetiert, was sich in einem absoluten Anstieg in Höhe von 1.122 Mio. € widerspiegelt.

174. Die Erlöse des Segments Value-add betreffen die wohnungsnahen Dienstleistungen, die das Vermietungsgeschäft ergänzen. Hierunter fallen insbesondere Leistungen der Vonovia Technischer Service („VTS“, die im Wesentlichen Handwerkerleistungen erbringt), Value-add Operations (z.B. Multimedialeleistungen) sowie sonstige Serviceleistungen. Die Erlöse sollen im Zeitraum 2024 bis 2034 um 580 Mio. € steigen, was einem CAGR von 3,6 % entspricht. Diese positive Entwicklung ist jedoch vor allem auf den Zeitraum bis 2029 zurückzuführen, in dem ein Großteil (77 %) des bis 2034 erwarteten Erlöswachstums realisiert sein soll. Treiber für diese Entwicklung sind vor allem technische Initiativen im Bereich serielle Modernisierung, „Energy Cube“, Photovoltaik-Anlagen.
175. Da die dem Bereich Value-add zugeordneten Kosten kontinuierlich, aber mit einer geringeren Rate als die Erlöse, bis 2034 steigen sollen, verbessert sich das Adjusted EBITDA im Segment Value-add im Betrachtungszeitraum um 171 Mio. €, was zu einem Anstieg der Adjusted EBITDA-Marge um 4,7 Prozentpunkte führt.
176. Die Verbesserung auf Ebene des Adjusted EBITDA entfällt dabei vollumfänglich auf die Jahre 2025 bis 2029 und ist im Wesentlichen in den vorgenannten Initiativen begründet. Nach deren Auslaufen wird in 2030 ein EBITDA-Rückgang erwartet. Der EBITDA-Rückgang zwischen 2024 und 2025 ist durch den Einmaleffekt aus der Vermietung des Coax-Netzes im Bereich Multimedia verursacht, welcher nach IFRS als Abgang der Vermögenswerte in 2024 dargestellt ist.
177. Die Entwicklung der Erlöse im Segment Recurring Sales, welches die Ergebnisse aus Verkäufen von Einzelobjekten erfasst, ist bis 2031 sukzessive steigend geplant worden. Diese Entwicklung ist im Wesentlichen getrieben von einem gegenüber 2024 verbesserten Step-up (Veräußerungsgewinne im Verhältnis zu Verkehrswertabgängen), gestiegenen Preiserwartungen in der Annahme, dass sich die derzeit (noch) zurückhaltende Immobilienmarktlage zukünftig aufgrund einer wieder steigenden Nachfrage entspannen wird, sowie einem Anstieg der verkauften Wohneinheiten (ab 2026) sowie der Entwicklung von sogenannten „undeveloped/stranded assets“. Hierbei handelt es sich um Wohneinheiten, die erwartungsgemäß günstig übernommen werden können, da sie den EU-Energiestandards nicht entsprechen, um sie nach einer gezielten Weiterentwicklung wieder zu veräußern.
178. Die Verbesserung des Step-ups basiert unter anderem auf der Annahme, dass die Margen wieder auf ein „normales“ Niveau zurückkehren. Der Anstieg verkaufter Einheiten steht unter anderem im Zusammenhang mit dem Erwerb von den oben angeführten „undeveloped/stranded assets“, die nach einer energetischen Modernisierung veräußert

werden sollen. Tendenziell werden aus dem Verkauf der „undeveloped/stranded assets“ unterdurchschnittliche Margen erwartet, was den Step-up ab 2027 belastet. Diese Einzelinitiative soll in 2032 beendet werden, weswegen ein anschließender Anstieg des Step-ups in den Jahren 2032 bis 2034 budgetiert wurde.

179. Die Kosten im Segment Recurring Sales umfassen im Wesentlichen die Verkehrs-wertabgänge der veräußerten Immobilien sowie in einem kleineren Umfang Vertriebskosten.
180. Korrespondierend mit der Erlösplanung ist ein absoluter Anstieg des Adjusted EBITDA im Segment Recurring Sales bis 2031 prognostiziert. Dieser Trend spiegelt auch das Bestreben wider, bei Immobilienveräußerungen einen stärkeren Fokus auf die Profitabilität zu legen.
181. Das Segment Development ist stark projektgetrieben und weist insofern jahresübergreifend stärkere Schwankungen als die anderen Segmente auf. Diese spiegeln einerseits Projektmix-Effekte (z.B. Anteil an sogenannten „Global Exit“-Vorhaben) und andererseits den Projektentwicklungszyklus - von der Projektierung über die Bauphase bis zur Fertigstellung und anschließenden Veräußerung - und somit den jährlichen Ergebniseffekt einzelner Großprojekte wider. Die Planung berücksichtigt einerseits konkrete Vorhaben und andererseits noch unspezifische „Standardprojekte“ (Pipelineprojekte). Die Ergebniseffekte für konkrete Projekte können sich aufgrund der typischen Projektdauern über mehrere Jahre verteilen. Die Planung der Pipelineprojekte basiert auf historischen Referenzwerten und -kennzahlen.
182. Die geplante Entwicklung des Segments unter Einbeziehung der beiden Projektklassen erfolgt prinzipiell unter Berücksichtigung von Kapitalbindungskennzahlen. Der Erlösanstieg bis zum Jahr 2031 ist unter anderem auf die Entwicklung eines Immobilienportfolios der Deutsche Wohnen zurückzuführen, welches zum Großteil als Development to sell klassifiziert wurde.

183. Der im Adjusted EBITDA abgebildete Ergebnisbeitrag entfällt ausschließlich auf Projekte, die als Development to sell eingestuft werden, da der Ergebnisbeitrag aus der Umbewertung von Development to hold-Projekten nicht zahlungswirksam und somit nicht bewertungsrelevant ist. Das Wachstum des Adjusted EBITDA bis 2031 ist stark getrieben von der Umsatzausweitung in diesem Zeitraum. Der weitere Anstieg des Adjusted EBITDA ab dem Jahr 2032 bei einem niedrigeren Erlösniveau gegenüber 2031 ist unter anderem begründet im Auslaufen der Entwicklungsaktivitäten in Bezug auf das margenschwache oben angeführte Deutsche Wohnen-Immobilienportfolio.
184. In der Position „Sonstiges“ sind die Ergebnisse aus dem Verkauf von Projekten des Non-Core-Portfolios enthalten. Hierbei handelt es sich beispielsweise um Verkäufe von ganzen Gebäuden oder kompletten Immobilienportfolien. In 2025 sind unter anderem die Effekte aus der noch laufenden Veräußerung von Teilen des Pflegegeschäfts in dieser Linie erfasst.
185. Die Sondereinflüsse betreffen im Wesentlichen Aufwendungen im Zusammenhang mit Organisationsprojekten, personalbezogene Sachverhalte (u.a. Altersteilzeit, Long-Term Incentive Plan) und Transaktionskosten (bis 2025). Die Kostenplanung für die Jahre ab 2026 erfolgte pauschal unter Anwendung eines bis 2034 unveränderten Planansatzes.
186. Die Abschreibungen reflektieren die entsprechenden planmäßigen Abschreibungen von immateriellen Vermögenswerten und Sachanlagen. Nicht enthalten sind in dieser Position die Effekte aus der Verkehrswertbewertung der als Investment Properties klassifizierten Vermögenswerte.

c) Nachhaltiges operatives Ergebnis

187. Der Bewertungsgutachter hat zur Ableitung des nachhaltigen operativen Ergebnisses (EBIT) die künftige Ertragskraft der Vonovia bei angenommener unendlicher Fortführung abgeschätzt. Dabei ist er wie folgt vorgegangen.
188. Da vorliegend das letzte Planjahr keinen eingeschwungenen Zustand repräsentiert, hat der Bewertungsgutachter die Planungsrechnung im Rahmen einer Übergangsphase bis zum Jahr 2044 weiterentwickelt. Ab dem Jahr 2045 wurde das nachhaltige Ergebnis mit der nachhaltigen preisbedingten Wachstumsrate fortgeschrieben.
189. Die im Rahmen der Übergangsphase ab den Jahren 2035 ff. berücksichtigten Überleitungseffekte haben wir nachvollzogen und erachten das Vorgehen als plausibel.⁸⁷
190. Das in der Unternehmensbewertung angesetzte langfristig unterstellte Ergebniswachstum von 1,5 % halten wir für angemessen.

d) Nettoausschüttungen nach persönlicher Ertragsteuer

da) Herleitung der Nettoausschüttungen nach persönlicher Ertragsteuer

191. Die Herleitung der Nettoausschüttungen nach persönlichen Steuern haben wir im Bewertungsmodell des Bewertungsgutachters nachvollzogen und im Rahmen unseres eigenen Bewertungsmodells plausibilisiert. Die Herleitung ist im Bewertungsgutachten nachvollziehbar dargestellt.⁸⁸ Wir erachten die Ableitung als sachgerecht.

db) Finanzergebnis, Unternehmenssteuern und Minderheitenanteile

192. Der Bewertungsgutachter hat das Finanzergebnis auf Basis einer integrierten Fortschreibung der Bilanz- und Finanzplanung zum 31. Dezember 2024 unter Berücksichtigung der geplanten Ausschüttungen und Investitionen sowie Veränderungen des Nettoumlaufvermögens sowie der Rückstellungen abgeleitet. Das Zinsergebnis umfasst Zinsaufwendungen und Zinserträge.⁸⁹

⁸⁷ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.2.h).

⁸⁸ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.2.j).

⁸⁹ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.2.e).

193. Wir halten die Ableitung des Finanzergebnisses und die Vorgehensweise für sachgerecht. Die dabei verwendeten Parameter entsprechen den aktuellen und erwarteten Finanzierungskonditionen der Gesellschaft und sind nachvollziehbar.
194. Die Unternehmenssteuern wurden auf Basis des Ergebnisses vor Steuern unter Berücksichtigung der Gewerbe- und Körperschaftsteuer und des Solidaritätszuschlags sowie der ausländischen Unternehmenssteuern ermittelt. Dabei wurden die bestehenden Verlustvorträge integriert im Ertragswert erfasst. Zusätzlich hat der Bewertungsgutachter die geplante Entwicklung des steuerlichen Einlagekontos bei den geplanten Ausschüttungen berücksichtigt und, soweit möglich, aus dem steuerlichen Einlagekonto mit der steuermindernden Wirkung ausgeschüttet.
195. Wir haben die Ermittlung der Unternehmenssteuern analysiert und halten die angesetzte Steuerbelastung für sachgerecht.

dc) Ausschüttungen und persönliche Ertragsteuer

196. Grundsätzlich ist bei der Bestimmung der Ausschüttungen im Planungszeitraum primär auf die Unternehmensplanung zurückzugreifen und erst für die ewige Rente ein zur Anlage in ein Aktienportfolio äquivalentes Ausschüttungsverhalten grundsätzlich anzunehmen.
197. Unter Berücksichtigung der von der Gesellschaft geplanten Ausschüttungspolitik hat der Bewertungsgutachter im Detailplanungszeitraum bzw. in der Übergangsphase vereinfachend eine Ausschüttung der hälftigen Vorsteuerergebnisse (EBT), die der Bewertung zugrunde liegen, angesetzt. Darüber hinaus wurden entsprechend der Ausschüttungspolitik der Vonovia Aktiendividenden berücksichtigt.⁹⁰
198. Für die ewige Rente hat der Bewertungsgutachter eine fiktive Vollausschüttung der Jahresüberschüsse angenommen, die sich zu jeweils 50 % auf den Wertbeitrag aus Ausschüttungen und den Wertbeitrag aus Thesaurierungen aufteilt. Die Ausschüttungsquote von 50 % in Bezug auf den Jahresüberschuss leitet der Bewertungsgutachter aus der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens ab.⁹¹
199. Nach unserer Analyse liegt die Ausschüttungshöhe in einem Bereich, der am Markt regelmäßig zu beobachten ist.

⁹⁰ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.2.j).

⁹¹ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.2.j).

200. Für die steuerliche Behandlung auf Ebene der Anteilseigner unterscheidet der Bewertungsgutachter zwischen dem Wertbeitrag aus Ausschüttung („Ausschüttung“) und einem Wertbeitrag aus Thesaurierung („Thesaurierung“). Bei der Ableitung der persönlichen Einkommensteuer auf den Wertbeitrag aus Ausschüttung wurde, soweit keine Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto geplant wird, der Einkommensteuersatz auf Dividenden einschließlich Solidaritätszuschlag in Höhe von 26,38 % (Abgeltungsteuer) angewandt.⁹²
201. In der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter hinsichtlich des Wertbeitrags aus Thesaurierung vereinfachend unterstellt, dass dieser den Aktionären unter Berücksichtigung der steuerlichen Konsequenzen auf Anteilseignerebene unmittelbar zufließt. Der Wertbeitrag aus Thesaurierung wurde daher um die typisierte Einkommensteuer auf Veräußerungsgewinne und die inflationsbedingte Unternehmenswertsteigerung gekürzt. Dabei hat der Bewertungsgutachter den halben Abgeltungsteuersatz einschließlich Solidaritätszuschlag von zusammen 13,19 % angesetzt.⁹³
202. In der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums einen Thesaurierungsbetrag (einschließlich der erwarteten annuitätischen Innenfinanzierung der Übergangsphase)⁹⁴ von rd. 195,6 Mio. € als erforderlich angesehen. Da das nachhaltige Wachstum nur durch Investitionen i. w. S. (einschließlich Working Capital-Veränderungen etc.) und die damit einhergehende Finanzierung erzielt werden kann, halten wir diese Vorgehensweise für sachgerecht.
203. Die vom Bewertungsgutachter getroffenen Annahmen und die gewählte Vorgehensweise zur Bestimmung der Ausschüttungen und der Berücksichtigung persönlicher Steuern sind nach unseren Feststellungen im Ergebnis angemessen.

⁹² Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.2.j).

⁹³ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.2.j).

⁹⁴ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.4.a).

4. Kapitalisierungszinssatz

204. Der Ertragswert eines Unternehmens wird durch Diskontierung der geplanten zukünftigen Ertragsüberschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage. Der Zahlungsstrom der Alternativenanlage soll dabei hinsichtlich der zeitlichen Struktur, des Risikos und der Besteuerung vergleichbar sein mit dem Zahlungsstrom, der den Anteilseignern des zu bewertenden Unternehmens zusteht.
205. Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und in eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen.⁹⁵ Die Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes erfolgt gemäß folgender Formel:

$$r_{EK} = r_f + (r_M \times \beta_{EK})$$

r_{EK} = Eigenkapitalkostensatz

r_f = risikofreier Zinssatz (Basiszinssatz)

r_M = Marktrisikoprämie

β_{EK} = Betafaktor des EK (unter Berücksichtigung der Verschuldung)

206. Bei der Ermittlung von Basiszinssatz und Risikozuschlag sind steuerliche Effekte zu berücksichtigen. Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz in aller Regel um einen Wachstumsfaktor gemindert (Wachstumsabschlag).

⁹⁵ Vgl. IDW S 1, Tz. 114 f. und Tz. 92.

a) Basiszinssatz

207. Der Basiszinssatz repräsentiert eine risikofreie und fristadäquate Alternativenanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen.
208. Die Bemessung des Basiszinssatzes orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand.⁹⁶ Als Datenbasis kann dabei auf die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten zurückgegriffen werden. Dabei handelt es sich um Schätzwerte nach der Svensson-Methode, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen (Bundesanleihen, Bundesobligationen etc.) ermittelt werden. Die so ermittelte Zinsstrukturkurve bildet laufzeitäquivalente Basiszinssätze (sog. Spot-Rates) ab. Diese lassen sich finanzmathematisch in einen barwertäquivalenten einheitlichen Basiszinssatz überführen.
209. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler empfiehlt der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB), nicht die zum Bewertungsstichtag geschätzten Zerobondrenditen, sondern periodenspezifische Durchschnittsrenditen aus den dem Bewertungsstichtag vorangegangenen drei Monaten zu verwenden.⁹⁷ Weiterhin empfiehlt der FAUB, für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze im Regelfall den für eine Restlaufzeit von 30 Jahren ermittelten Zinssatz als nachhaltigen Schätzwert anzusetzen sowie den einheitlichen Basiszinssatz auf ¼ Prozentpunkte zu runden.⁹⁸ Diese Vorgehensweise ist in der Rechtsprechung anerkannt.⁹⁹ Die vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds empfohlene Vorgehensweise des FAUB, bei einem aus den Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleiteten Basiszinssatz von weniger als 1,0 % nicht auf Viertel-Prozentpunkte, sondern auf Zehntel-Prozentpunkte zu runden, ist im vorliegenden Fall nicht einschlägig.¹⁰⁰

⁹⁶ Vgl. IDW S 1, Tz. 116.

⁹⁷ Vgl. FN-IDW 2008, S. 491; zustimmend zur Durchschnittsbildung für viele z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. Juni 2016, I-26 W 4/12 [AktE], AG 2017, S. 487 ff.; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20. Juli 2016, 21 W 21/14, <https://www.lareda.hessenrecht.hessen.de/bshe/document/LARE190018674> (Abruf zuletzt, 30. November 2021).

⁹⁸ Vgl. FAUB, FN-IDW 2008, S. 490 f.

⁹⁹ Z.B. OLG Saarbrücken, Beschluss vom 11. Juni 2014, 1 W 18/13, ZIP 2014, S. 1784 ff.

¹⁰⁰ Vgl. IDW Life 2016, S. 731 f.

210. Der Bewertungsgutachter legt der Ermittlung des Basiszinssatzes die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Schätzungen der täglichen Zinsstrukturkurven für einen Dreimonatszeitraum von 6. September 2024 bis zum 5. Dezember 2024 zugrunde. Auf dieser Basis wurden für hypothetische Zerobonds mit Restlaufzeiten von bis zu 30 Jahren Zinssätze geschätzt. Für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung wurden die Zerobond-Zinssätze der längsten verfügbaren Restlaufzeiten als nachhaltiger Prognosewert fortgeschrieben.
211. Der Bewertungsgutachter hat einen barwertäquivalenten, einheitlichen Basiszinssatz vor Ertragsteuern für alle Planjahre auf volle 1/4-Prozentpunkte gerundet und in Höhe von 2,50 % hergeleitet. Dieser gerundete Basiszinssatz vor Ertragsteuern wurde mit einer typisierten persönlichen Ertragsteuerbelastung (Abgeltungsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag) in Höhe von 26,38 % in eine Nachsteuergröße von gerundet 1,84 % umgerechnet.¹⁰¹
212. Wir haben die Ableitung des Basiszinssatzes nachvollzogen und uns von der rechnerischen Richtigkeit überzeugt.
213. Bei der Überprüfung, ob der Basiszinssatz zum Bewertungsstichtag weiterhin gültig ist, wird zu berücksichtigen sein, dass der Basiszinssatz nach der vom FAUB empfohlenen Methode grundsätzlich unter Berücksichtigung des dann zurückliegenden Drei-Monats-Zeitraums neu zu bestimmen wäre. Eine Änderung des Unternehmenswerts muss damit nicht zwangsläufig verbunden sein, da Auswirkungen auf die übrigen Bewertungsparameter gleichermaßen zu überprüfen wären.
214. Der bei der Bewertung der Vonovia angesetzte Basiszinssatz in Höhe von 2,50 % vor bzw. 1,84 % nach Abzug der typisierten Ertragsteuerbelastung wurde zutreffend ermittelt.

¹⁰¹ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.3.a).

b) Risikozuschlag

ba) Anwendung des Tax-CAPM

215. Der Risikozuschlag dient der Abgeltung des bei einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens in Kauf zu nehmenden Risikos. Dabei ist von der Annahme auszugehen, dass Marktteilnehmer zukünftige Risiken stärker gewichten als zukünftige Chancen (Risikoaversion).¹⁰² Diese Risikoaversion kann durch einen Abschlag von den erwarteten Überschüssen (Sicherheitsäquivalenzmethode) oder durch einen Risikozuschlag auf den Kapitalisierungszinssatz (Risikozuschlagsmethode) berücksichtigt werden.¹⁰³ Beide Methoden sind ineinander überführbar. In der Praxis wird die Risikoaversion jedoch nahezu ausschließlich durch einen Zuschlag auf den Zinssatz berücksichtigt.¹⁰⁴
216. Im Rahmen objektivierter Bewertungen eignen sich Kapitalmarktmodelle wie das Capital Asset Pricing Model (CAPM) und das darauf aufbauende Tax-CAPM zur Ableitung des Risikozuschlags, weil diese Kapitalmarktmodelle Risikoprämien indirekt aus beobachtbaren Kapitalmarktpreisen ableiten.¹⁰⁵ 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. Nach dem CAPM bzw. Tax-CAPM wird die Höhe des Risikozuschlags als Produkt der Modellparameter Marktrisikoprämie und Betafaktor ermittelt.
217. 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.¹⁰⁶ Die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen wird direkt in der Bewertungsgleichung des Tax-CAPM erfasst, indem

¹⁰² Vgl. IDW S 1, Tz. 88.

¹⁰³ Vgl. IDW S 1, Tz. 89.

¹⁰⁴ Vgl. IDW S 1, Tz. 90.

¹⁰⁵ Vgl. IDW S 1, Tz. 92, 118.

¹⁰⁶ Vgl. IDW S 1, Tz. 119.

Basiszinssatz und Marktrisikoprämie mit den jeweils relevanten Steuersätzen belastet werden. Das Tax-CAPM liefert für die Quantifizierung eines angemessenen Risikozuschlags einen nachvollziehbaren, objektivierenden Erklärungskontext. Nicht zuletzt deshalb ist das CAPM trotz aller Kritik weiterhin das in der Bewertungspraxis präferierte Modell für die Ableitung des Risikozuschlags. Diese Auffassung wird in der jüngeren Rechtsprechung ganz überwiegend geteilt.¹⁰⁷

218. Die Anwendung des Tax-CAPM durch den Bewertungsgutachter ist daher sachgerecht.

bb) Marktrisikoprämie

219. Die Marktrisikoprämie ist die durchschnittliche, 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 World Index, abgebildet 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, die mittels des unternehmensindividuellen Betafaktors zu einer unternehmensindividuellen Risikoprämie transformiert wird, zusammen.¹⁰⁸

220. Der Bewertungsgutachter hat die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern unter Verweis auf die aktuelle Empfehlung des FAUB in Höhe von 5,75 % festgelegt.¹⁰⁹

221. Der FAUB analysiert regelmäßig die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes bei Unternehmensbewertungen aus unterschiedlichem Anlass. Er gibt hierauf basierend quantitative Empfehlungen zur Bemessung der Marktrisikoprämie vor und nach persönlichen Steuern. Dabei folgt er einem pluralistischen Ansatz, dessen Elemente und Berechnungen er im Einzelnen in einem Beitrag offengelegt und erläutert hat.¹¹⁰

¹⁰⁷ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018, Az. 26 W 4/16 [AktE], https://www.justiz.nrw.de/nrwe/olgs/duesseldorf/j2018/26_W_4_16_AktE_Beschluss_20180430.html (Abruf zuletzt 6. Dezember 2021); OLG Frankfurt vom 17. Januar 2017, 21 W 37/12, AG 2017, 626 ff. sowie vom 5. Februar 2016, 21 W 69/14, AG 2016, S. 588 ff.; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017, 12 W 1/17, Tz. 76, http://lrwb.juris.de/cgi-bin/laender_rechtsprechung/document.py?Gericht=bw&nr=22730 (Abruf zuletzt vom 30. November 2021) sowie vom 23. Juli 2015, 12a W 4/15, AG 2016, S. 220 ff.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12. November 2015, I-26 W 9/14, a.a.O.; OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, OLG München, Beschluss vom 18.02.2014 - 31 Wx 211/2013 - openJur (Abruf zuletzt 30. November 2021).

¹⁰⁸ Vgl. IDW S 1, Tz. 120.

¹⁰⁹ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.3.b).

¹¹⁰ Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, S. 806 ff.

222. Zum Bewertungszeitpunkt hielt der FAUB es bei Unternehmensbewertungen, in denen eine Veräußerungsgewinnbesteuerung berücksichtigt wird, unter Berücksichtigung der aktuellen Marktverhältnisse und Zugrundelegung des Tax-CAPM weiterhin für sachgerecht, eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in einer Höhe von 5,0 % bis 6,5 % anzusetzen.¹¹¹ Der Mittelwert dieser Bandbreite beträgt 5,75 %. Der vom Bewertungsgutachter festgelegte Wert der Marktrisikoprämie entspricht demnach dem Mittelwert dieser Bandbreite.
223. Unabhängig von den Erwägungen und Ermittlungen des FAUB haben wir eigene Studien zur impliziten Marktrisikoprämie für verschiedene Märkte erstellt.¹¹² Da die Marktrisikoprämie die Entwicklung der Kapitalmärkte angemessen widerspiegeln sollte, sind für die Kapitalmarktteilnehmer nicht nur die über Zeiträume von mehreren Jahrzehnten tatsächlich erzielten historischen Marktrisikoprämien (Überrenditen) relevant, sondern auch die erwarteten impliziten Marktrisikoprämien aus aktuellen Perioden.

¹¹¹ Vgl. IDW (FAUB), Berichterstattung über die 160. Sitzung am 9. November 2022.

¹¹² Vgl. Beumer, CF 2015, S. 340 ff., Implizite Marktrisikoprämien – Konsistente Ermittlung und Anwendung; Beumer/Jürgens/Kämmerling, M&A Review 9/2022, S. 376 ff., Negative Entwicklung an den Kapitalmärkten – steigt die Marktrisikoprämie?; Beumer/Jürgens, Implizite Marktrisikoprämien und Markttrenditen von 2008 bis 2018, BewP 2019, S. 71 ff. bzw. Update Marktrisikoprämien von 2008 bis 2019, BewP 2020, S. 9 ff.; Beumer/Jürgens, Optimistische Erwartungen – aber steigende Marktrisikoprämien, in M&A Review 7/8 2020, S. 228-231;

224. Die jüngere obergerichtliche Rechtsprechung hält es unter Hinweis darauf, dass der FAUB ein sachverständiges Gremium der mit Unternehmensbewertung befassten Wirtschaftsprüfer sei, ebenfalls für angemessen, den Empfehlungen des FAUB zu folgen. Es sei insbesondere nicht ersichtlich, dass ein Abweichen von diesen Empfehlungen zu „richtigeren“ Unternehmenswerten führe.¹¹³ Das OLG Düsseldorf wertet die Verlautbarungen des FAUB nach ständiger Rechtsprechung als „anerkannte Expertenauffassung“, die eine Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der Ermittlung des Unternehmenswerts bildeten.¹¹⁴ Auch das LG München I und das OLG München orientieren sich unter vertieften Überlegungen zur Gesamttrenditeerwartung aus Basiszinssatz und Marktrisikoprämie an den Empfehlungen des FAUB.¹¹⁵

Unter Berücksichtigung der Ergebnisse unserer Erhebungen halten wir die Festlegung der Marktrisikoprämie nach Steuern mit 5,75 % in der Mitte der Bandbreite für Zwecke der Abfindungsbemessung für angemessen.

bc) Betafaktoren

225. 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, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie. Der unternehmensindividuelle Betafaktor ergibt sich als Kovarianz zwischen den historischen Aktienrenditen des zu bewertenden Unternehmens oder vergleichbarer Unternehmen und der historischen Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz der Renditen des Aktienindex.¹¹⁶ Technisch kann zur Ermittlung des Betafaktors auch eine lineare Regression über die Aktienkurs- und Aktienindexrenditen durchgeführt werden. Der Betafaktor entspricht dann dem Steigungsparameter der Regressionsgleichung.

¹¹³ Vgl. OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 26. Januar 2017, 21 W 75/15, <https://betriebsberater.ruw.de/bilanzrecht/urteile/Beschluss-vom-26.1.2017-21-W-7515-35929> (Abruf zuletzt 30. November 2021).

¹¹⁴ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018, 26 W 4/16 [AktE], https://www.justiz.nrw.de/nrwe/olgs/duesseldorf/j2018/26_W_4_16_AktE_Beschluss_20180430.html (Abruf zuletzt 30. November 2021).

¹¹⁵ Vgl. LG München I, Beschluss vom 16. April 2021, 5HK O 5711/19 und OLG München vom 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, <https://openjur.de/u/2275119.html> (Abruf: 12. November 2021).

¹¹⁶ Vgl. IDW S 1, Tz. 121.

226. Die Aktien der Vonovia sind börsennotiert. Demnach kann grundsätzlich ein eigener historischer Betafaktor ermittelt werden. Die Ermittlung eines validen und prognosegeeigneten Betafaktors setzt u.a. einen liquiden Handel mit den Aktien voraus. Die Anforderungen an die Liquidität sind dabei weit höher als für die Beurteilung, ob ein durchschnittlicher Aktienkurs als Wertuntergrenze der Abfindung heranzuziehen ist.
227. Als verbreitete Maße für die Liquidität der betrachteten Aktie werden insbesondere der durchschnittliche tägliche Handelsumsatz sowie der durchschnittliche Bid-Ask Spread, also die relative Spanne von Geld- und Briefkurs der Aktie, herangezogen.¹¹⁷ In Literatur und Rechtsprechung sind keine absoluten Grenzwerte hinsichtlich der Anforderung an die Liquiditätsmaße einer Aktie zur Ableitung eines belastbaren Betafaktors allgemein anerkannt, so dass auf Basis dieser Analysen keine eindeutigen Rückschlüsse gezogen werden können.
228. Der Bewertungsgutachter kommt auf Basis seiner Analysen zu dem Ergebnis, dass dem originären Betafaktor der Vonovia eine hinreichende Prognoseeignung zuzusprechen ist.¹¹⁸
229. Wir konnten die Ausführungen und Erläuterungen des Bewertungsgutachters nachvollziehen und erkennen auf Basis der durch den Bewertungsgutachter vorgenommenen Analysen ebenfalls eine unverzerrte Kursbildung der Aktien der Vonovia.
230. Der Bewertungsgutachter ermittelt unverschuldete Betafaktoren der Vonovia über einen zweijährigen Beobachtungszeitraum bei wöchentlichen Renditeintervallen sowie für einen fünfjährigen Beobachtungszeitraum bei monatlichen Renditeintervallen durch Regression gegen den lokalen CDAX sowie den globalen MSCI All Country World Index. Die unverschuldeten Betafaktoren berechnet der Bewertungsgutachter unter Berücksichtigung von unsicheren Tax Shields und mit Berücksichtigung von ausfallrisikobehaftetem Fremdkapital (des sog. „Debt Beta“).¹¹⁹

¹¹⁷ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, S. 167 ff.

¹¹⁸ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.3.b).

¹¹⁹ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.3.b).

231. Der Bewertungsgutachter wählt Beobachtungszeiträume, die spätestens am Tag der Ankündigung des angestrebten Unternehmensvertrags am 18. September 2024 enden.¹²⁰ Nach herrschender Auffassung ist der Zeitraum nach Bekanntmachung des angestrebten Unternehmensvertrags grundsätzlich ungeeignet für die Ableitung des originären Betafaktors des beherrschten Unternehmens.
232. Wir erachten somit im Ergebnis die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters unter Berücksichtigung verschiedener Zeiträume und Indizes sowie unter Berücksichtigung von unsicheren Tax Shields und ausfallrisikobehaftetem Fremdkapital als sachgerecht.¹²¹ Die verwendeten Zeiträume und Parameter sind in der Praxis allgemein anerkannt und berücksichtigen eine ausreichende Auswahl möglicher Varianten.

UNVERSCHULDETE BETAFAKTOREN				
Unternehmen	2 Jahre wöchentlich		5 Jahre monatlich	
	C-DAX	MSCI ACWI	C-DAX	MSCI ACWI
Vonovia SE	0,40	0,46	0,45	0,49

Quelle: Bewertungsgutachter

233. Für die Bewertung der Vonovia leitet der Bewertungsgutachter unter Abwägung aller Faktoren und Analysen einen unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 0,44 ab (gutachterliche Ableitung).¹²²
234. Unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Vorgehensweisen zur Erhebung der Betafaktoren ergeben sich somit aus unserer Sicht keine Erkenntnisse, dass der angesetzte Betafaktor nicht sachgerecht gewählt wurde.
235. Den sich aus dem angesetzten Wert der Marktisikoprämie (5,75 %) und des unverschuldeten Betafaktors (0,44) ergebende (unverschuldeten) Risikozuschlag von 2,53 % erachten wir als angemessen.

¹²⁰ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.3.b). Letzter Handelstag ist Freitag, der 13.09.2024.
¹²¹ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Kap A, Tz. 413.
¹²² Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.3.b).

c) Wachstumsabschlag

236. In der Unternehmensbewertung ist des Weiteren das Wachstum der erwarteten zukünftigen Unternehmensergebnisse zu berücksichtigen.¹²³ In der Detailplanungsphase wird ein etwaiges Wachstum der Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der einzelnen Bilanzposten für die einzelnen Perioden in der Planungsrechnung berücksichtigt.
237. Der Wertbeitrag der unternehmerischen Zahlungsüberschüsse, die zeitlich nach der Detailplanungsphase anfallen, wird im Rahmen der Bewertung als Barwert einer ewigen Rente erfasst. Als ewige 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 durch einen Abschlag auf den Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden.¹²⁴ Dabei ist zu beachten, dass im Wertbeitrag aus Thesaurierungen, der dem zu kapitalisierenden Ergebnis zugerechnet wird, bereits die Wachstumsaussichten bezogen auf die Erweiterungsinvestitionen berücksichtigt sind.
238. Zur Ermittlung des Wachstums der Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz für die Zeit nach der Detailplanungsphase ist eine Analyse auf der Basis langfristig zu prognostizierender Wachstumstrends und die Berücksichtigung der damit verbundenen Investitionserfordernisse notwendig.¹²⁵
239. Ausgangspunkt der Ermittlung des nachhaltigen Wachstums durch den Bewertungsgutachter ist eine Analyse der langfristigen allgemeinen Preissteigerungsraten, die ab dem Jahr 2025 in Höhe des Inflationsziels der EZB von 2,0 % liegen sollen, sowie der langfristig erwarteten preisbedingten Entwicklung auf dem Wohn- und Investmentmarkt.¹²⁶ In der Gesamtwürdigung und unter Berücksichtigung des bereits in dem 10-Jahres-Planungszeitraum und dem nachhaltigen Ergebnis abgebildeten Wachstums setzt der Bewertungsgutachter einen nachhaltigen Wachstumsabschlag von 1,5 % an.¹²⁷

¹²³ Vgl. IDW S 1, Tz. 94 ff.

¹²⁴ Vgl. IDW S 1, Tz. 98.

¹²⁵ Vgl. IDW S 1, Tz. 97.

¹²⁶ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.3.c).

¹²⁷ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.3.c).

240. Der Bewertungsgutachter hat die spezifische Situation der Vonovia im Bewertungsgutachten sachgerecht wiedergegeben. Auf Basis dieser Überlegungen sehen wir keine Hinweise, die einen höheren Wachstumsabschlag als 1,5 % rechtfertigen, und erachten den angesetzten Wachstumsabschlag für Vonovia für angemessen.

d) Periodenspezifische Kapitalisierungszinssätze

241. Nachfolgend ist die Herleitung der vom Bewertungsgutachter periodenspezifisch berechneten Kapitalisierungszinssätze nach persönlichen Steuern (n. pers. St.) der Vonovia dargestellt:

PERIODENSPEZIFISCHE KAPITALKOSTEN DES BEWERTUNGSGUTACHTERS											
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	TV
Basiszinssatz vor pers. St.	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Typ. Einkommensteuer	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Basiszinssatz n. Pers. St.	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Marktrisikoprämie n. Pers. St.	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Betafaktor unverschuldet	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44
Verschuldungsgrad	1,55	1,48	1,47	1,44	1,32	1,27	1,20	1,14	1,10	1,02	0,56
Betafaktor verschuldet	0,74	0,74	0,75	0,76	0,75	0,75	0,74	0,71	0,71	0,69	0,58
Risikozuschlag	4,27%	4,27%	4,31%	4,35%	4,30%	4,34%	4,23%	4,09%	4,10%	3,95%	3,32%
Wachstumsrate											-1,50%
Kapitalisierungszinssatz	6,11%	6,11%	6,15%	6,19%	6,14%	6,18%	6,07%	5,94%	5,94%	5,79%	3,66%

Quelle: Analyse des Bewertungsgutachters

242. Abschließend stellen wir fest, dass die jeweilige Höhe der zugrunde gelegten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze angemessen ist.

5. Sonderwerte

243. Die Vonovia verfügt über kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen.
244. Im Rahmen der Unternehmensbewertung hat der Bewertungsgutachter die Beteiligungen, die nicht im Rahmen der Planungsrechnung berücksichtigt wurden, als Sonderwert angesetzt. Die der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegte Planungsrechnung enthält somit keine Finanzerträge aus diesen Beteiligungen.¹²⁸ Der Bewertungsgutachter hat hierfür den Buchwert der Beteiligung als Untergrenze angesetzt. Daneben hat der Bewertungsgutachter einen vereinfachten Wertansatz auf Basis der vergangenen Jahresergebnisse berücksichtigt und, sofern dieser Wertansatz zu einem höheren Wert als den Buchwert führt, diesen angesetzt.
245. Wir haben die Erläuterungen und Berechnungen des Bewertungsgutachters nachvollzogen und halten das Vorgehen für vertretbar.
246. Darüber hinaus hat der Bewertungsgutachter kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen identifiziert.¹²⁹ Uns ist im Verlauf unserer Prüfung auch kein wesentliches nicht betriebsnotwendiges Vermögen bekannt geworden.

¹²⁸ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.4.b).

¹²⁹ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 5.4.b).

6. Unternehmenswert und Wert je Aktie

247. Der Ertragswert des operativen Geschäfts der Vonovia ergibt sich aus der Diskontierung der Summe der Nettoausschüttungen inklusive der Wertbeiträge aus der Thesaurierung mit dem periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatz. Der Bewertungsgutachter hat den Ertragswert mathematisch richtig zum technischen Bewertungsstichtag 1. Januar 2025 berechnet. Zum Bewertungsstichtag 23. Januar 2025 ergibt sich der folgende vom Bewertungsgutachter ermittelte Unternehmenswert sowie Wert je Aktie der Vonovia:

WERTABLEITUNG DES BEWERTUNGSGUTACHTERS											
Mo. €	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	TV
Jahresüberschuss	1.377	1.551	1.747	1.762	1.883	1.902	1.889	1.917	1.957	2.009	2.248
Innenfinanzierung / Wachstumthesaurierung	-481	-598	-665	-635	-713	-709	-644	-639	-613	-600	-196
Auskehrungspotenzial	896	953	1.082	1.127	1.170	1.193	1.244	1.278	1.345	1.409	2.053
Wertbeitrag aus Ausschüttung	896	953	1.082	1.127	1.170	1.193	1.244	1.278	1.345	1.409	1.249
ESSt auf Dividenden	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	207
Wertbeitrag aus Thesaurierung	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	804
ESSt auf Veräußerungsgewinne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	175
ESSt auf Veräußerungsgewinne	448	476	541	2.402	585	597	622	639	672	705	220
Nettoeinnahmen	448	476	541	-1.275	585	597	622	639	672	705	1.452
Kapitalisierungszinssatz	6,11%	6,11%	6,15%	6,19%	6,14%	6,18%	6,07%	5,94%	5,94%	5,79%	3,66%
Barwertfaktor	0,94	0,89	0,84	0,79	0,74	0,70	0,66	0,62	0,59	0,56	15,16
Barwert	422	423	453	-1.004	434	417	410	398	395	391	22.009
Sonderwert	532										
Barwert zum 1. Januar 2025	25.280										
Aufzinsungsfaktor	1,0037										
Zukunftserfolgswert zum 23. Januar 2025	25.375										

Quelle: Analyse des Bewertungsgutachters

248. Zur Aufzinsung des Wertes vom technischen Bewertungsstichtag auf den Bewertungsstichtag hat der Bewertungsgutachter den spezifischen Kapitalisierungszinssatz des ersten Planjahres verwendet und zinst die Summe der Barwerte 31. Dezember / 1. Januar 2025 um 23 Tage auf den 23. Januar 2025 auf.

249. Der Wert je Aktie der Vonovia beträgt 30,84 € und ergibt sich durch Division des Ertragswerts zum 23. Januar 2025 durch die Anzahl der Aktien der Vonovia (822.852.925 Stück).

250. Wir haben die Ableitung des Unternehmenswerts rechnerisch und methodisch ohne Beanstandungen nachvollzogen.

III. Prüfung der Ableitung des Unternehmenswerts der Deutsche Wohnen

1. Vorgehensweise

251. Gegenstand der Prüfung war zunächst die Abgrenzung des Bewertungsobjekts und die Vorgehensweise bei der Bewertung. Als Grundlage unserer Analysen haben wir das Geschäftsmodell sowie die wirtschaftlichen Grundlagen der Deutsche Wohnen untersucht. Unter Rückgriff auf die uns vorgelegten Geschäftsberichte, Prüfungsberichte, internen Dokumente sowie öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten haben wir uns im nächsten Schritt mit der Entwicklung der Vergangenheitsergebnisse befasst.
252. Unter Berücksichtigung der um Sondereffekte bereinigten Vergangenheitszahlen haben wir die Planungs-Plausibilisierung durchgeführt. Dabei haben wir uns den Planungsprozess erläutern lassen. Die Planung haben wir auf Basis der Analyse der Markt- und Wettbewerbssituation der Deutsche Wohnen sowie der eingeleiteten und geplanten Maßnahmen auf Plausibilität, Konsistenz und rechnerische Richtigkeit beurteilt.
253. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Bewertungsmethode und die im Einzelnen festgelegten bewertungstechnischen Parameter auf ihre Angemessenheit hin untersucht. Die Umsetzung im Bewertungsmodell des Bewertungsgutachters haben wir nachvollzogen und zwecks Prüfung der richtigen Anwendung der Methoden, Verarbeitung der Prämissen und Parameter sowie Prüfung der Richtigkeit der Berechnungen ein eigenes Bewertungsmodell aufgebaut.
254. Daneben haben wir eigene Untersuchungen und Berechnungen, insbesondere zu den Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes, zum Börsenkurs sowie zu den Multiplikatoren vorgenommen.
255. Eine Liquidation der Deutsche Wohnen ist nicht beabsichtigt. Aufgrund eigener Analysen in Bezug auf eine fiktive Liquidation der Deutsche Wohnen sind wir zu dem Ergebnis gekommen, dass eine Liquidation der Deutsche Wohnen kein realistisches, planbares Szenario darstellt, das unter Berücksichtigung der Auswirkungen auf die jeweiligen Immobilienmärkte und der aus den Marktmultiplikatoren börsennotierter Immobilienunternehmen ableitbaren Abschläge von den nach IFRS bilanzierten Vermögenswerten zu einem Liquidationswert führt, der höher wäre als der ermittelte Ertragswert. Es liegen keine Hinweise vor, dass die von der Deutsche Wohnen genutzte Vonovia-Organisation ineffizient sei und aus diesem Grund bei einer Liquidation höhere Werte realisiert werden könnten.

256. Unsere Prüfungsarbeiten umfassten auch die vom Bewertungsgutachter durchgeführten Untersuchungen zur vergleichenden Marktbewertung und zum Börsenkurs.

257. Als Schwerpunkte der Prüfung haben wir festgelegt:

- Plausibilität der Abbildung der zu erwartenden Geschäftsentwicklung der Deutsche Wohnen und der Vonovia durch die jeweiligen Planungsrechnungen
- Sachgerechte Übernahme der Planungsrechnung in das jeweilige Bewertungsmodell und Ableitung der ausschüttbaren Ergebnisse
- Ableitung der nachhaltigen Ergebnisse und der nachhaltigen Thesaurierungen
- Angemessenheit der Ableitung der Kapitalisierungszinssätze
- Sachgerechte Berücksichtigung etwaig gesondert zu bewertender Sachverhalte, wie z.B. nicht betriebsnotwendigen Vermögens
- Bewertungsmethodik
- Sachgerechte Ableitung des Verrentungzinssatzes für die Ermittlung des Ausgleichs.

2. Bewertungsobjekt

a) Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen

aa) Gesellschaftsrechtliche Grundlagen

258. Die Deutsche Wohnen hat ihren Sitz in Berlin und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Berlin (Charlottenburg) unter HRB 190322 eingetragen. Ihre Geschäftsanschrift lautet: Mecklenburgische Straße 57, 14197 Berlin.
259. Die Satzung der Gesellschaft liegt uns in der Fassung vom 12. April 2024 vor. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.
260. Das Grundkapital der Deutsche Wohnen beträgt 400.296.988,00 € und ist eingeteilt in insgesamt 400.296.988 auf den Inhaber lautende Stückaktien. Davon sind 3.362.003 eigene Aktien.
261. Durch Beschluss der Hauptversammlung vom 15. Juni 2023 ist der Vorstand der Deutsche Wohnen bis zum 14. Juni 2028 ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital um bis zu 120.000.000 € durch Ausgabe von bis zu 120.000.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stammaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlage einmalig oder in Teilbeträgen zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2023).
262. Ursprünglich wurde das Grundkapital der Deutsche Wohnen durch Beschluss der Hauptversammlung vom 11. Juni 2014 um weitere bis zum 15.000.000 € durch Ausgabe von bis zu 15.000.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien bedingt erhöht (Bedingtes Kapital 2014/II). Diese bedingte Kapitalerhöhung dient der Gewährung einer Abfindung in Aktien der Gesellschaft an die außenstehenden Aktionäre der GSW Immobilien AG gemäß den Bestimmungen des Beherrschungsvertrags zwischen der Gesellschaft und der GSW Immobilien AG vom 30. April 2014 zu dem in § 5 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags bestimmten bzw. einem gemäß § 5 Abs. 4 oder § 5 Abs. 5 des Beherrschungsvertrags angepassten Umtauschverhältnis. Soweit nach Maßgabe von § 5 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags erforderlich, wird die Deutsche Wohnen Aktienteilrechte in bar ausgleichen. Bis zum 31. Dezember 2021 wurde dieses Bedingte Kapital 2014/II teilweise ausgenutzt und besteht per 31. Dezember 2023 in Höhe von 5.719.348 € fort.

263. Vor dem Kammergericht Berlin wird aktuell in zweiter Instanz ein Spruchverfahren gemäß § 1 Nr. 1 SpruchG zur Überprüfung der Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung aufgrund entsprechender Anträge von einzelnen Aktionären der GSW Immobilien AG geführt. Falls durch das Gericht oder einen Vergleich ein höherer Ausgleich und/oder eine höhere Abfindung festgesetzt wird, können außenstehende Aktionäre und Aktionäre der GSW Immobilien AG eine Ergänzung ihrer Ausgleichs- bzw. Abfindungsleistungen verlangen.
264. Gemäß Beschluss der Hauptversammlung vom 15. Juni 2023 wurde das Grundkapital der Deutsche Wohnen um weitere bis zu 120.000.000 € durch Ausgabe von bis zu 120.000.000 neuen, auf den Inhaber lautende Stückaktien bedingt erhöht (Bedingtes Kapital 2023). Die bedingte Kapitalerhöhung dient der Gewährung von Aktien bei Ausübung von Wandlungs- oder Optionsrechten bzw. bei der Erfüllung von Wandlungs- oder Optionspflichten an den Inhaber bzw. Gläubiger von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente), die aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 15. Juni 2023 bis zum 14. Juni 2028 begeben werden. Der Vorstand wurde durch Beschluss der Hauptversammlung vom 15. Juni 2023 ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats auf den Inhaber lautende Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechte und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente) im Nennbetrag von bis zu 4,0 Mrd. € zu begeben und deren Gläubigern Wandlungs- bzw. Optionsrechte auf Aktien der Gesellschaft mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von bis zu 120.000.000 € zu gewähren.
265. Die Aktien der Deutsche Wohnen sind börsennotiert und die Gesellschaft erfüllt die Transparenzanforderungen des General Standard. Die Deutsche Wohnen-Aktien sind unter der ISIN DE000A0HN5C6 / WKN A0HN5C zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Die Aktien der Deutsche Wohnen werden zudem im Freiverkehr u.a. an den Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie über Tradegate Exchange gehandelt. Darüber hinaus können Sie in den elektronischen Handelssystemen (Exchange Electronic Trading System) der Deutsche Börse AG, Frankfurt a.M. („XETRA“), der Börse München („Gettex“) sowie der Börse Düsseldorf („Quotrix“) gehandelt werden.
- Zum 12. November 2024 beträgt der Streubesitz 12,29 %. Hauptaktionärin ist die Vonovia mit 86,87 %. Die übrigen 0,84 % sind eigene Aktien.

266. Zwischen Vonovia und der Deutsche Wohnen besteht ein Rahmengeschäftsbesorgungsvertrag für wesentliche administrative Tätigkeiten, die im Rahmen der Bewirtschaftung sowie des An- und Verkaufs des Portfolios sowie in bestimmten zentralen Verwaltungs- und Stabsfunktionen anfallen. Dies umfasst neben wesentlichen Verwaltungsleistungen u.a. Finanzen, Immobilien-Neubau, Portfoliomanagement, Planungs- und Projektsteuerungsleistungen, Investor Relations und Immobilienbewirtschaftung.
267. Die Deutsche Wohnen ist organisatorisch in den Vonovia-Konzern eingegliedert und es besteht ein umsatzsteuerlicher Organkreis mit der Vonovia.

ab) Geschäftstätigkeit

268. Die Deutsche Wohnen wurde 1998 als Tochtergesellschaft der Deutsche Bank AG gegründet und bündelte die Wohnungsimmobilien der Bank. Im Jahr 2007 erfolgte der Zusammenschluss mit der GEHAG (Gemeinnützige Heimstätten-, Spar- und Bau-Aktiengesellschaft), deren Unternehmensgeschichte bis ins Jahr 1924 reicht und die ein umfangreiches Wohnungsportfolio in Berlin besaß.
269. Gegenstand des Unternehmens ist gemäß Satzung der Erwerb, die Verwaltung, Vermietung und Bewirtschaftung sowie der Verkauf von Wohnimmobilien, Pflegeeinrichtungen und sonstiger Immobilien. Die Gesellschaft kann in den vorgenannten Geschäftsfeldern selbst oder durch Tochtergesellschaften oder Beteiligungsgesellschaften tätig werden sowie solche Unternehmen gründen oder erwerben.
270. Zur Geschäftstätigkeit gehören u.a. die Bewirtschaftung der eigenen Immobilienbestände, die Entwicklung und Errichtung von neuen Immobilien für die Bewirtschaftung oder für die Veräußerung, der Verkauf einzelner Wohnungen und ein aktives Portfoliomanagement. Zusätzlich betreibt Deutsche Wohnen ein Servicegeschäft mit wohnungsnahen Dienstleistungen, insbesondere Multimedia-Dienstleistungen und Energielieferungen.
271. Analog zu Vonovia werden die Geschäftsaktivitäten der Deutsche Wohnen über die vier Segmente Rental, Value-add, Recurring Sales und Development gesteuert.

- 272. Das Kernsegment Rental, das in der Vergangenheit mehr als 95 % des gesamten Adjusted EBITDA erwirtschaftet hat, umfasst alle Geschäftsaktivitäten, die auf das wertsteigernde Management der eigenen Wohnimmobilienbestände in Deutschland ausgerichtet sind.
- 273. Das Segment Value-add umfasst bei der Deutsche Wohnen die Bereiche Multimedia und Energievertrieb. Im Gegensatz zur Vonovia hat die Deutsche Wohnen keine interne Handwerkerorganisation, die Modernisierungen oder Reparaturen durchführt.
- 274. Für eine detaillierte Erläuterung der Tätigkeiten im Segment Recurring Sales verweisen wir auf unsere Erläuterungen der Geschäftstätigkeit der Vonovia.
- 275. Die Deutsche Wohnen verfügt über keine eigene Development-Organisation, sondern nutzt im Wesentlichen die unter BUWOG firmierenden Development-Einheiten der Vonovia-Gruppe zur Umsetzung ihrer Development-Projekte.

ac) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

- 276. Die Vergangenheitsanalyse bildet den Ausgangspunkt für die Prognose künftiger Entwicklungen und für Plausibilitätsüberlegungen. Um eine bessere Vergleichbarkeit der Planperioden mit den Geschäftsjahren der betrachteten Vergangenheit herzustellen, ist es in der Bewertungspraxis üblich, die Ergebnisse der Vergangenheit in Bezug auf Sachverhalte mit einmaligem bzw. nicht wiederkehrendem Charakter sowie auf außerordentliche oder periodenfremde Posten zu analysieren.
- 277. Die im Folgenden dargestellten Adjusted EBITDA repräsentieren die um Sondereinflüsse bereinigten operativen Ergebnisse (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen). Die separat ausgewiesenen Sondereinflüsse entsprechen der Definition der Deutsche Wohnen-Gruppe und repräsentieren periodenfremde, unregelmäßig wiederkehrende oder betriebsatypische Sachverhalte. Aus unserer Sicht sind die vorgenommenen Anpassungen sachgerecht und verbessern die Vergleichbarkeit der historischen Ertragsentwicklung mit der Planungsrechnung.
- 278. Ergänzend sind sog. Pro-Forma-Anpassungen sinnvoll, wenn sich das Bewertungsobjekt in Folge von Umstrukturierungen, Akquisitionen oder Veräußerungen von Unternehmen oder Geschäftsbereichen im Vergleich zur betrachteten Vergangenheit wesentlich geändert hat. Der zur Veräußerung stehende Geschäftsbereich Pflege wird gemäß IFRS 5 separat als aufgebener Geschäftsbereich (Discontinued Operations) ausgewiesen. Zusätzliche Anpassungen sind aus unserer Sicht nicht erforderlich.

279. Die nachfolgende Tabelle stellt die Ertragslage der Deutsche Wohnen-Gruppe für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 auf Basis der geprüften Konzern-Gewinn- und Verlustrechnungen nach IFRS sowie für das Geschäftsjahr 2024 auf Basis des 9+3 Forecasts dar. Die Darstellung und Herleitung des Adjusted EBT als wesentliche Steuerungsgröße entspricht der Segmentberichterstattung und der internen Berichtsstruktur, in der auch die Planungsrechnungen erstellt werden. Zusätzlich erfolgt eine Überleitung des Adjusted EBT zum Periodenergebnis der Geschäftsjahre 2022 und 2023. Für Positionen unterhalb des Adjusted EBT wird, mit Ausnahme der Sondereinflüsse, kein Forecast erstellt.

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNGEN			
	2022	2023	2024
Mio. €	HIST	HIST	FC 9+3
Segmenterlöse Rental	790,4	811,4	828,5
Aufwendungen Rental	-190,3	-173,3	-206,5
Adjusted EBITDA Rental	600,1	638,1	622,1
Segmenterlöse Value-add	43,1	29,0	37,1
Operative Kosten Value-add	-29,0	-18,4	-17,7
Adjusted EBITDA Value-add	14,1	10,6	19,4
Segmenterlöse Recurring Sales	45,3	12,8	30,0
Aufwendungen Recurring Sales	-30,7	-11,5	-26,9
Adjusted EBITDA Recurring Sales	14,6	1,3	3,1
Erlöse aus der Veräußerung von Developmentprojekten to sell	13,6	155,0	317,7
Herstellkosten Development to sell	-12,5	-142,0	-322,1
Rohertag Development to sell	1,1	13,0	-4,4
Operative Kosten und Erträge Development	-1,4	-28,2	1,9
Adjusted EBITDA Development	-0,3	-15,2	-2,4
Adjusted EBITDA Total (fortg. Geschäftsbereiche)	628,5	634,8	642,1
Planmäßige Abschreibungen	-36,9	-21,4	-22,5
Bereinigtes Netto-Finanzergebnis	-52,9	-67,3	-126,1
Adjusted EBT (fortg. Geschäftsbereiche)	538,7	546,1	493,4
Sondereinflüsse	-76,5	-17,0	-10,7
Sonstiges	-14,0	-1,9	
Nicht-planmäßige Abschreibungen/Wertminderungen	-123,3	-111,2	
Effekte aus zur Veräußerung gehaltenen Immobilien	7,5	-0,3	
Ergebnis aus der Bewertung von Investment Properties	-825,3	-3.722,2	
Ergebnis aus nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen	-167,2	-75,1	
Bewertungs- und Sondereffekte im Finanzergebnis	59,9	-37,7	
Reported EBT (fortg. Geschäftsbereiche)	-600,2	-3.419,3	
Ertragsteuern	187,3	991,7	
Periodenergebnis aus fortge. Geschäftsbereichen	-412,9	-2.427,6	
Periodenergebnis aus aufge. Geschäftsbereichen	-32,8	-333,5	
Periodenergebnis	-445,7	-2.761,1	

Quelle: Geschäftsberichte, Unternehmensplanung

280. Die wesentlichen Entwicklungen der Ertragslage der Deutsche Wohnen-Gruppe lassen sich wie folgt zusammenfassen:
281. Mit einem Anteil von mehr als 95 % des Adjusted EBITDA Total ist das Segment Rental der wichtigste Treiber der Ertragsentwicklung der Deutsche Wohnen-Gruppe. Bei einem im Vergleich zum Vorjahr weitestgehend unveränderten Wohnungsbestand konnte das Adjusted EBITDA Rental in 2023 gesteigert werden. Wesentliche Treiber waren ein Wachstum der Segmenterlöse aufgrund von organischen Mietsteigerungen und eine leicht rückläufige Leerstandsquote. Zusätzlich sanken die Aufwendungen aufgrund geringerer Instandhaltungsmaßnahmen vor dem Hintergrund der schwierigeren finanziellen Rahmenbedingungen sowie positiver Einmaleffekte im Rahmen der Integration der Deutsche Wohnen-Gruppe in die Vonovia-Gruppe (u.a. Auflösung von Wertberichtigungen und Rückstellungen, Anpassung von Aktivierungsregeln). Für das Geschäftsjahr 2024 erwartet das Management einen leichten Rückgang des Adjusted EBITDA aufgrund eines Rückgangs der Marge auf ein mit dem Jahr 2022 vergleichbares Niveau. Trotz einer geringeren Anzahl an Wohneinheiten wird ein weiteres Wachstum der Segmenterlöse aufgrund von organischen Mietsteigerungen gemäß der Ist-Entwicklung in den ersten neun Monaten erwartet. Die im Vergleich zu den Erlösen überproportional steigenden Aufwendungen reflektieren insbesondere eine Intensivierung der Instandhaltungsmaßnahmen und ein Wegfall der positiven Einmaleffekte aus 2023.
282. Das Segment Value-add verzeichnete in 2023 einen Rückgang des Adjusted EBITDA aufgrund geringerer Segmenterlöse, während die Marge leicht anstieg. Wesentlicher Treiber dieser Entwicklung waren außerordentlich hohe gruppeninterne Erlöse in 2022 aus dem Ausbau der Multimediadienstleistungen, was auch zu einem höheren Niveau der operativen Kosten führte. Der für 2024 erwartete Anstieg des Adjusted EBITDA reflektiert insbesondere einen positiven Ergebniseffekt im Bereich Multimedia aus der Verpachtung von Coax-Netzen gemäß IFRS 16 (rund 9 Mio. €).

283. Der deutliche Rückgang des Adjusted EBITDA des Segments Recurring Sales in 2023 resultiert im Wesentlichen aus einer geringeren Anzahl verkaufter Wohneinheiten und einem niedrigeren erzielten Verkehrswert-Step-up (Veräußerungsgewinne im Verhältnis zu Verkehrswertabgängen). Insgesamt führten gestiegene Renditeerwartungen insbesondere aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus zu einer rückläufigen Nachfrage nach Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern. Für 2024 erwartet das Management insbesondere aufgrund einer temporären Priorisierung von Liquidität vor Profitabilität einen weiteren Rückgang des Verkehrswert-Step-up, was bei volumenbedingt höheren Segmenterlösen nur zu einem leichten Anstieg des Adjusted EBITDA in 2024 führt.
284. Die Entwicklung des Segments Development in 2023 war maßgeblich geprägt durch eine in 2022 beschlossene Umwidmung von Developmentprojekten für die eigene Bewirtschaftung in Developmentprojekte für den Verkauf (to sell). Dies führte in 2023 zu einem deutlichen Anstieg der verkauften Wohneinheiten und Segmenterlöse. Der erzielte Rohertrag reichte jedoch nicht für eine Deckung der operativen Kosten und insbesondere der höheren Vertriebskosten des Segments Development aus, was zu einem Anstieg des negativen Adjusted EBITDA führte. Für 2024 erwartet das Management eine Reduzierung des negativen Adjusted EBITDA bei einem volumenbedingt deutlichen Wachstum der Segmenterlöse. Darin spiegeln sich sowohl eine Aufhellung des Transaktionsumfelds aufgrund sinkender Zinsen als auch die Veräußerung von Developmentprojekten an verschiedene von HIH Invest Real Estate GmbH, Hamburg, aufgelegte Fonds wider. Der hohe Anteil der Verkäufe durch Global Exits und die temporäre Priorisierung von Liquidität vor Profitabilität führen erwartungsgemäß zu einem leicht negativen Step-up. Insgesamt übersteigen in 2024 die Erträge aus Zwischenvermietung und Zuschüssen die operativen Kosten, insbesondere aufgrund der geringen Vertriebskosten bei einem hohen Anteil von Global Exits.
285. Für die Herleitung eines Adjusted EBT wurde das Netto-Finanzergebnis um unregelmäßig wiederkehrende, nicht Cash-relevante sowie finanzmathematische Bewertungssachverhalte bereinigt und beinhaltet maßgeblich originäre Zinsaufwendungen und -erträge. Der für 2024 erwartete deutliche Anstieg des negativen Finanzergebnisses berücksichtigt insbesondere rückläufige Zinserträge aufgrund niedrigerer Erträge aus Ausleihungen an die QUARTERBACK Immobilien-Gruppe im Zuge der Restrukturierung der QUARTERBACK Immobilien-Gruppe sowie der Rückführung eines Darlehens der Deutsche Wohnen an die Vonovia.

286. Sondereinflüsse gemäß der Definition der Deutsche Wohnen-Gruppe werden fortlaufend buchhalterisch separat erfasst und betreffen im Wesentlichen transaktionsbezogene Einmalkosten (2022: 76,5 Mio. €, 2023: 15,7 Mio. €, 2024: 9,0 Mio. €) inklusive externe Beratungskosten und einmalige Personalkosten (u.a. Abfindungen). In 2022 und 2023 resultierten die Transaktionskosten ausschließlich bzw. im Wesentlichen aus der Übernahme der Deutsche Wohnen durch die Vonovia. Die für 2024 erwarteten Sondereinflüsse berücksichtigen insbesondere Transaktionskosten im Zusammenhang mit dem laufenden Verkaufsprozess des Pflegebereichs und der Restrukturierung der QUARTERBACK Immobilien-Gruppe. Ein Teil der als Sondereinflüsse definierten Sachverhalte (u.a. Altersteilzeit, Long-Term Incentive Plan, Organisations- und Strategiprojekte) erachtet das Management als wiederkehrend und berücksichtigt dafür in der Planungsrechnung ab 2026 einen Aufwand von 3,0 Mio. € p.a. Die für 2025 geplanten höheren Sondereinflüsse von 7,1 Mio. € beinhalten bereits bekannte Sachverhalte.
287. Die Position „Sonstiges“ beinhaltet im Wesentlichen Ergebniseffekte aus opportunistischen Verkäufen von Grundstücken und Gebäuden sowie damit verbundene Kosten. Das deutlich negative Adjusted EBITDA in 2022 war geprägt durch den Paketverkauf Berlin, der zu einem unterdurchschnittlichen Verkehrswert-Step-up realisiert wurde.
288. Nicht-planmäßige Abschreibungen/Wertminderungen betrafen in 2022 und 2023 maßgeblich die Wertberichtigungen von Immobilienvorräten.
289. Die Periodenergebnisse in 2022 und 2023 waren durch ein negatives Ergebnis aus der Bewertung von Investment Properties belastet. Die Investment Properties werden gemäß IAS 40 zum Fair Value angesetzt. Ein gestiegenes Zinsniveau führte insbesondere in 2023 zu einem signifikanten Rückgang der Fair Values.
290. Das hohe negative Ergebnis aus der nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen in 2022 resultiert maßgeblich aus der Wertberichtigung der Beteiligung an der QUARTERBACK Immobilien-Gruppe. Die für 2023 ausgewiesenen Verluste stellen im Wesentlichen die Ergebnisfortschreibung der QUARTERBACK Immobilien-Gruppe dar.
291. Die Bewertungs- und Sondereffekte im Finanzergebnis in 2022 und 2023 betreffen im Wesentlichen Effekte aus der Bewertung von Zinsswaps.
292. Das Periodenergebnis des Großteils des zur Veräußerung stehenden Geschäftsbereichs Pflege wird separat als aufgegebenen Geschäftsbereich (Discontinued Operations) ausgewiesen.

293. Für weitere Erläuterungen verweisen wir auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten.
294. Die Aktiva zu den Abschlussstichtagen der Geschäftsjahre 2022 und 2023 auf Basis der geprüften IFRS-Konzernabschlüsse sowie zum Zwischenabschluss zum 30. September 2024 sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

AKTIVA			
Mio. €	Dez 2022 HIST	Dez 2023 HIST	Sep 2024 HIST
Immaterielle Vermögenswerte	164,8	0,5	0,4
Sachanlagen	219,6	151,5	148,0
Investment Properties	27.301,9	23.021,5	22.532,2
Finanzielle Vermögenswerte	811,4	561,6	90,7
Nach der Equity-Methode bilanzierte Finanzanlagen	208,0	126,3	100,5
Sonstige Vermögenswerte	214,9	203,9	109,2
Latente Steueransprüche	0,2	1,1	1,1
Langfristige Vermögenswerte	28.920,8	24.066,4	22.982,1
Vorräte	13,6	2,7	2,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	30,0	140,3	57,8
Finanzielle Vermögenswerte	1.019,0	686,1	726,6
Sonstige Vermögenswerte	247,6	391,1	429,0
Laufende Ertragsteueransprüche	187,1	145,6	114,9
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	184,3	157,1	472,0
Immobilienvorräte	926,0	752,6	800,9
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte	2,4	74,0	280,3
Vermögenswerte der aufge. Geschäftsbereiche	0,0	770,1	693,1
Kurzfristige Vermögenswerte	2.610,0	3.119,6	3.576,9
Summe Aktiva	31.530,8	27.186,0	26.559,0

Quelle: Geschäftsberichte, Zwischenmitteilung 2024/Q3

295. Die Zusammensetzung und Entwicklung der Aktiva in der Vergangenheit lassen sich wie folgt zusammenfassen:
296. Hauptposten des Gesamtvermögens sind die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien (Investment Properties), die gemäß IAS 40 in Verbindung mit IFRS 13 zum Verkehrswert (Fair Value) bewertet werden. Der Rückgang der Investment Properties resultiert maßgeblich aus Wertberichtigungen, die insbesondere auf die gestiegenen Renditeerwartungen von Immobilieninvestoren zurückzuführen sind.
297. Zum 31. Dezember 2023 wurde der Geschäfts- oder Firmenwert des Segments Pflege von 140,0 Mio. € in voller Höhe wertberichtigt, was zu einem entsprechenden Rückgang der immateriellen Vermögenswerte führte.

298. Das Sachanlagevermögen ist von eher untergeordneter Bedeutung, da die zur Bewirtschaftung gehaltenen Immobilien unter den Investment Properties ausgewiesen werden.
299. Kurz- und langfristige finanzielle Vermögenswerte zum 30. September 2024 beinhalten Darlehensforderungen gegen die QUARTERBACK Immobilien-Gruppe (723,1 Mio. € inklusive Zinsabgrenzung). Der deutliche Rückgang der finanziellen Vermögenswerte im Betrachtungszeitraum resultiert aus einer Rückzahlung eines an die Vonovia ausgegebenen Darlehens und einer Wertberichtigung der Forderungen gegen die QUARTERBACK Immobilien-Gruppe.
300. In den nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen sind im Wesentlichen die Beteiligungen an dem Projektentwickler QUARTERBACK Immobilien AG und elf verbundenen Objektgesellschaften ausgewiesen. Der Rückgang des Buchwerts ist maßgeblich getrieben durch die negative Ergebnisentwicklung der QUARTERBACK-Beteiligungen.
301. Die Schwankungen der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen reflektieren im Wesentlichen sogenannte Timing-Effekte in Bezug auf Forderungen aus dem Verkauf von Immobilienvorräten, während Forderungen aus Vermietung und anderen Lieferungen und Leistungen von eher untergeordneter Bedeutung sind.
302. Kurz- und langfristige sonstige Vermögenswerte zum 30. September 2024 von 538,2 Mio. € beinhalten im Wesentlichen geleistete Anzahlungen (406,3 Mio. €) für laufende Immobilienprojektentwicklungen durch Dritte (sogenannte Forward Deals). Zusätzlich ist in den kurzfristigen sonstigen Vermögensgegenständen der Anspruch auf Kaufpreisnachzahlung aus dem laufenden Spruchverfahren im Zusammenhang mit dem in 2024 zwischen der Deutsche Wohnen und der GSW Immobilien AG, Berlin, abgeschlossenen Beherrschungsvertrag abgebildet (30. September 2024: 69,3 Mio. €).
303. Immobilienvorräte betreffen Entwicklungsprojekte zum Bau von zur Veräußerung vorgesehenen Wohneinheiten, die aktuell im Bau befindlich oder bereits fertiggestellt, jedoch noch nicht verkauft sind.
304. Die zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte beinhalten ausschließlich Immobilien, für die zum Bilanzstichtag im Rahmen des gewöhnlichen Vertriebsgeschehens bereits notariell beurkundete Kaufverträge geschlossen wurden oder deren Verkauf innerhalb der nächsten zwölf Monate als hochwahrscheinlich eingeschätzt wird. Der deutliche Anstieg des Buchwerts zum 30. September 2024 resultiert aus dem geplanten Verkauf von 1.089 Wohneinheiten und sechs Gewerbeeinheiten.

305. Die Vermögenswerte und Schulden der aufgegebenen Geschäftsbereiche betreffen den Geschäftsbereich Pflege, der planmäßig bis Mitte 2025 veräußert werden soll. Die niedrigeren Vermögenswerte und Schulden zum 30. September 2024 resultieren aus der Veräußerung von Pflegeimmobilien in den ersten neun Monaten 2024.
306. Für weitere Erläuterungen verweisen wir auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten.
307. Die Passiva zu den Abschlussstichtagen der Geschäftsjahre 2022 und 2023 auf Basis der geprüften IFRS-Konzernabschlüsse sowie zum Zwischenabschluss zum 30. September 2024 sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

PASSIVA			
	Dez 2022	Dez 2023	Sep 2024
Mio. €	HIST	HIST	HIST
Eigenkapital	16.775,1	13.998,2	13.746,0
Rückstellungen	104,6	63,9	53,4
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	19,4	2,6	2,6
Originäre finanzielle Verbindlichkeiten	8.474,2	8.248,3	6.876,4
Derivate	0,0	7,7	8,4
Verbindlichkeiten aus Leasing	114,1	91,3	83,6
Verbindlichkeiten gegenüber nicht beh. Anteilseignern	196,3	181,0	154,7
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0	0,1	4,1
Latente Steuerschulden	4.906,4	3.799,4	3.650,7
Langfristige Schulden	13.815,0	12.394,3	10.833,9
Rückstellungen	110,0	90,4	83,7
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	147,7	174,7	172,6
Originäre finanzielle Verbindlichkeiten	501,7	234,0	1.448,5
Derivate	0,1	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Leasing	14,5	13,8	13,5
Verbindlichkeiten gegenüber nicht beh. Anteilseignern	0,0	9,5	4,7
Laufende Ertragsteuern	99,4	92,1	61,0
Sonstige Verbindlichkeiten	67,3	37,0	108,2
Schulden der aufgegebenen Geschäftsbereiche	0,0	142,0	86,9
Kurzfristige Schulden	940,7	793,5	1.979,1
Summe Passiva	31.530,8	27.186,0	26.559,0

Quelle: Geschäftsberichte, Zwischenmitteilung 2024/Q3

308. Die Zusammensetzung und Entwicklung der Passiva in der Vergangenheit lassen sich wie folgt zusammenfassen:
309. Wesentlicher Bestandteil der Schulden sind die originären Finanzverbindlichkeiten mit einem Buchwert zum 30. September 2024 von 8.324,9 Mio. €. Die Deutsche Wohn-Gruppe finanziert sich im Wesentlichen über Hypothekendarlehen (Nominalwert zum 30. September 2024: 4.798,2 Mio. €) und unbesicherte börsennotierte Unternehmensanleihen (Nominalwert zum 30. September 2024: 1.760,7 Mio. €). Die Finanzverbindlichkeiten beinhalten insgesamt kein wesentliches kurzfristiges Zinsänderungsrisiko, da es sich entweder um Finanzierungen mit langfristiger Zinsbindung handelt oder um variabel verzinsliche Verbindlichkeiten, die mittels derivativer Finanzinstrumente abgesichert sind. Insbesondere die Tilgung von Hypothekendarlehen führte im Betrachtungszeitraum zu einem Rückgang der originären Finanzverbindlichkeiten.
310. Die kurz- und langfristigen Rückstellungen zum 30. September 2024 umfassen im Wesentlichen Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen (47,9 Mio. €), Rückstellungen für Rechtsstreitigkeiten und Prozesskosten (38,3 Mio. €) und sonstige Steuerrückstellungen ohne latente Steuern (17,3 Mio. €). Der Rückgang der Rückstellungen im Betrachtungszeitraum resultiert maßgeblich aus der Umbuchung der Pensionsrückstellungen des Segments Pflege in die Schulden der aufgegebenen Geschäftsbereiche sowie aus einem Rückgang der Steuerrückstellungen.
311. Bei den Verbindlichkeiten gegenüber nicht beherrschenden Anteilseignern handelt es sich insbesondere um Verpflichtungen zur Zahlung von Garantiedividenden im Rahmen von Ergebnisabführungsverträgen oder Co-Investorenvereinbarungen.
312. Der deutliche Anstieg der kurzfristigen sonstigen Verbindlichkeiten zum 30. September 2024 resultiert aus einer Kaufpreisverpflichtung aus dem Ankauf von Grundstücken und Bewirtschaftungseinheiten der QUARTERBACK Immobilien-Gruppe (60,0 Mio. €).
313. Latente Steuern werden für temporäre Differenzen gebildet, die insbesondere aus der Fair Value Bewertung der Investment Properties nach IAS 40 gegenüber einer Bewertung zu den fortgeführten Anschaffungskosten in der Steuerbilanz resultieren. Der deutliche Rückgang im Betrachtungszeitraum reflektiert vorgenommene Wertberichtigungen der Investment Properties.
314. Für weitere Erläuterungen verweisen wir auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten.

ad) Markt- und Wettbewerbsumfeld

315. Das Markt- und Wettbewerbsumfeld wird im Bewertungsgutachten im Hinblick auf die allgemeine Wirtschaftsentwicklung, der Bevölkerungsentwicklung sowie der Entwicklung im Wohn- und Investmentmarkt ausführlich erläutert.¹³⁰
316. Wir erachten die Ausführungen als nachvollziehbar und ausreichend für die Darstellung des Markt- und Wettbewerbsumfelds.

b) Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts

317. Als Bewertungsobjekt wird durch den Bewertungsgutachter zutreffend die Deutsche Wohnen einschließlich ihrer Tochtergesellschaften betrachtet.
318. Die Bewertung des Konzerns kann grundsätzlich nach verschiedenen Methoden durchgeführt werden, entweder stufenweise durch Vereinnahmung der Ergebnisse im Beteiligungsergebnis des beteiligten Unternehmens oder simultan durch Summierung und Konsolidierung sowie durch Addition der Werte jedes einzelnen Konzernunternehmens unter Berücksichtigung der Beteiligungsverhältnisse (sog. „Sum-of-the-parts“). Sofern sachgerecht angewendet, führen die Methoden zu identischen Ergebnissen.
319. Der Bewertungsgutachter hat als Basis für seine Bewertung die konsolidierte Planung der Deutsche Wohnen verwendet und einen aggregierten Wert für die Deutsche Wohnen einschließlich ihrer Tochtergesellschaften ermittelt. Dabei wurden Beteiligungen, deren Erträge nicht in der Planung erfasst sind als Sonderwert berücksichtigt.
320. Zusammenfassend halten wir die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters zur Strukturierung und Abgrenzung des Bewertungsobjekts für sachgerecht.

¹³⁰ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 2.3.b).

3. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoausschüttungen

a) Planungsprozess

321. Der Planungsprozess für die Deutsche Wohnen-Gruppe ist grundsätzlich mit dem Vorgehen für die Vonovia-Gruppe vergleichbar. Wir verweisen diesbezüglich auf die entsprechenden Ausführungen unter Abschnitt II.3.a) in diesem Bericht. Die Planung erfolgt weitestgehend unter Nutzung der Planungssysteme und -tools, die für die Planungen der Vonovia-Gruppe verwendet werden. Die Planung für die Deutsche Wohnen-Gruppe basiert dabei allerdings auf Annahmen, die spezifisch für die Deutsche Wohnen-Gruppe Anwendung finden.
322. Die Planung wurde am 29. November 2024 vom Vorstand der Deutsche Wohnen SE beschlossen und der Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen hat am 3. Dezember 2024 der Planung der Deutsche Wohnen für das Budgetjahr 2025 zugestimmt sowie die Planung für die weiteren Planjahre zur Kenntnis genommen.
323. Das Vorgehen in Bezug auf die treiberbasierte Fortschreibung des Budgets 2025 für die weiteren Planjahre 2026 bis 2029 sowie die sich daran anschließende weitere Fortschreibung für die Jahre 2030 bis 2034 unter Zugrundelegung der vorhergehenden 5-Jahresplanung entspricht dem Ansatz bei der Vonovia-Gruppe.
324. Die nicht zur Deutsche Wohnen-Gruppe gehörigen Verbundgesellschaften der Vonovia-Gruppe wurden als fremde Dritte in der Planung behandelt und berücksichtigt.
325. Wir haben die Planungssystematik nachvollzogen und sehen keine Hinweise, dass die Planungsrechnung nicht für Zwecke der Unternehmensbewertung herangezogen werden sollte.

b) Planungsrechnung des operativen Ergebnisses

326. Die Planungsrechnungen bis zum EBIT für Bewertungszwecke der Deutsche Wohnen-Gruppe für den Zeitraum 2025 bis 2034 sowie - für Vergleichszwecke - für das laufende Geschäftsjahr 2024 auf Basis eines „9+3“-Forecasts (d.h. Ist-Ergebnisse bis September 2024 und Projektionen für die weiteren drei Monate des Geschäftsjahres 2024) ist im Folgenden wiedergegeben. Das EBIT für Bewertungszwecke beinhaltet aufgrund der fehlenden Zahlungswirksamkeit keine Ergebniseffekte aus der Bewertung von Investment Properties.

PLAN-GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNGEN

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Mio. €	FC 9+3	Budget	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Segmenterlöse Rental	828,5	848,6	863,7	900,2	937,8	974,0	1.016,0	1.067,1	1.116,5	1.169,1	1.223,2
Aufwendungen Rental	-206,5	-193,7	-192,2	-190,1	-189,0	-187,4	-191,1	-196,3	-201,1	-206,3	-211,4
Adjusted EBITDA Rental	622,1	654,9	671,5	710,2	748,7	786,6	824,9	870,8	915,4	962,8	1.011,8
Segmenterlöse Value-add	37,1	32,2	39,3	41,1	44,2	47,6	48,5	49,5	50,5	51,5	52,5
Operative Kosten Value-add	-17,7	-19,2	-25,1	-26,5	-28,6	-30,7	-31,3	-31,9	-32,6	-33,2	-33,9
Adjusted EBITDA Value-add	19,4	13,0	14,2	14,6	15,5	16,9	17,2	17,6	17,9	18,3	18,6
Segmenterlöse Recurring Sales	30,0	48,4	48,4	49,9	51,3	52,9	54,4	56,0	57,7	59,4	61,2
Aufwendungen Recurring Sales	-26,9	-44,1	-40,8	-42,0	-43,2	-44,5	-45,8	-47,1	-48,5	-49,9	-51,4
Adjusted EBITDA Recurring Sales	3,1	4,3	7,6	7,9	8,1	8,4	8,7	8,9	9,2	9,5	9,8
Erlöse aus der Veräußerung von Developmentprojekten to sell	317,7	557,1	440,1	501,4	489,2	854,1	851,2	1.252,4	414,0	593,0	437,6
Herstellkosten Development to sell	-322,1	-488,9	-385,4	-441,2	-411,8	-718,0	-753,2	-1.134,8	-377,5	-486,7	-344,3
Rohertag Development to sell	-4,4	68,2	54,6	60,3	77,3	136,2	98,0	117,6	36,5	106,3	93,3
Operative Kosten und Erträge Development	1,9	-5,4	-13,6	-6,1	-10,5	-12,8	-8,7	14,0	-2,0	-14,2	-8,1
Adjusted EBITDA Development	-2,4	62,8	41,0	54,2	66,8	123,4	89,3	131,6	34,5	92,1	85,1
Adjusted EBITDA Total (fortg. Geschäftsbereiche)	642,1	735,0	734,4	786,8	839,2	935,3	940,1	1.028,9	977,1	1.082,7	1.125,4
Sonstiges		121,9	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5
Sondereinflüsse		-7,1	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Abschreibungen		-23,4	-24,0	-24,3	-24,1	-23,9	-24,4	-24,8	-25,3	-25,8	-26,4
EBIT für Bewertungszwecke		826,5	706,1	758,3	810,8	907,1	911,4	999,7	947,3	1.052,4	1.094,6

Quelle: Unternehmensplanung

327. Der Anstieg des Adjusted EBITDA Total der fortgeführten Geschäftsbereiche der Deutsche Wohnen-Gruppe von 2024 bis 2034 in Höhe von 483 Mio. € (+75 % versus 2024) ist vor allem auf das Segment Rental zurückzuführen, welches 390 Mio. € bzw. 81 % zu diesem Anstieg beitragen soll. Weitere 88 Mio. € (18 %) des Anstiegs sollen auf das Segment Development entfallen. Das für 2024 als Forecast budgetierte Adjusted EBITDA Total der fortgeführten Geschäftsbereiche entfällt fast ausschließlich (97 %) auf das Kernsegment Rental.
328. Die Erlöse des Segments Rental, die im Zeitraum von 2024 bis 2034 mit einem CAGR von 4,0 % kontinuierlich steigen sollen, entfallen vor allem auf Mieteinnahmen für Wohnimmobilien. Auf Mieterlöse für gewerbliche Immobilien entfällt lediglich ein kleiner Umsatzanteil von maximal 5 %. Die Erlöse für Mietwohneinheiten sind im Wesentlichen eine Funktion des aktuellen Mietniveaus und dessen geplante Steigerung im Zeitablauf, der Leerstandsquote sowie des Immobilienbestands und der damit korrespondierenden Wohnfläche.
329. Die Planung der Mieteinnahmen differenziert nach Ursache für eine Mietveränderung. Entsprechend werden die Mieten unter anderem in Abhängigkeit von Mietsteigerungspotentialen aufgrund der rechtlichen Vorschriften des § 558 BGB für Bestandsmieten und des § 556d BGB (sogenannte „Mietpreisbremse“) bei Neuvermietungen als Mietpreissteigerungen im Kerngeschäft budgetiert. In Bezug auf das Mietsteigerungspotential nach § 556d BGB wurde unterstellt, dass die derzeitige, bis Ende 2025 noch gültige Gesetzeslage unverändert bis 2034 Anwendung findet.
330. Weitere Mieterhöhungen werden aufgrund der Regelungen des § 559 BGB im Zusammenhang mit Modernisierungsaktivitäten, zum Beispiel im Kontext von energetischen Maßnahmen, sowie aufgrund sonstiger Optimierungs- und Instandhaltungsvorhaben angesetzt. Ferner werden steigende Mietwohnerlöse aufgrund von Neubauaktivitäten berücksichtigt, dies vor allem im Zusammenhang mit Development to hold-Projekten.
331. Aufgrund der Planungen der einzelnen Maßnahmen ergibt sich für den Zeitraum von 2025 bis 2034 somit eine organische jährliche Steigerung der Mieterlöse von 4,1 % bis 6,0 % aggregiert über alle Einzeltreiber.
332. Die Leerstandsquote Wohnen wurde über den Planungszeitraum konstant mit 1,3 % angesetzt, was geringfügig unter dem Niveau zum Jahresende 2024 von 1,5 % liegt.

333. Die Anzahl der Wohneinheiten im Bestand soll sich von Ende 2024 bis Ende 2034 nur geringfügig um etwa 5.200 Einheiten erhöhen. Die Entwicklung wird getrieben von Zugängen aus Development to hold-Projekten und Abgängen aufgrund von Recurring Sales und Non-Core Disposals.
334. Die Aufwendungen im Segment Rental betreffen Instandhaltungsaufwendungen und operative Kosten, wobei auf die erstgenannte Kostenart etwa zwei Drittel der Gesamtkosten entfallen.
335. Die Instandhaltungsaufwendungen wurden sukzessive steigend mit einem CAGR von 2,7 % über den Zeitraum 2024 bis 2034 projiziert, was bei einem gleichzeitig fast konstanten (2025 bis 2029) bzw. jährlich geringfügig steigenden (2030 bis 2034) Quadratmeterbestand der Wohnmietfläche ab 2025 zu einem stetigen leichten Anstieg der Instandhaltungsaufwendungen je Quadratmeter führt. Die absolute Entwicklung der Instandhaltungsaufwendungen reflektiert analog zur Vonovia-Gruppe die erwarteten Inflationstrends im Allgemeinen sowie einzelne konkrete Sachverhalte (z.B. Großreparaturen oder regulatorische Anforderungen).
336. Die operativen Kosten, die sämtliche dem Segment Rental zuzuordnenden sonstigen Kostenpositionen umfassen, sollen im Zeitraum von 2024 bis 2029 geringfügig sinken, um in den Folgeperioden bis 2034 wieder leicht zu steigen. Den größten operativen Kostenblock stellen rechtliche Entgelte dar.
337. Aufgrund des gegenüber den Erlösen unterproportional geplanten Anstiegs der gesamten Rental-Aufwendungen (CAGR von 0,2 % zwischen 2024 und 2034) ist eine stetige Verbesserung der Adjusted EBITDA-Marge im Segment Rental von 75,1 % in 2024 auf 82,7 % in 2034 geplant, was sich im absoluten Anstieg in Höhe von 390 Mio. € widerspiegelt.

338. Die Aktivitäten des Segments Value-add betreffen die wohnungsnahen Dienstleistungen, die das Vermietungsgeschäft ergänzen. Die Erlöse und Ergebnisbeiträge des Value-add-Segments der Deutsche Wohnen-Gruppe sind gegenüber der Bedeutung auf Ebene der Vonovia-Gruppe relativ gering. Die Erlöse entfallen im Wesentlichen auf Multimedialeistungen. Durch die Vermietung des Coax-Netzes in 2024 sind die Erlöse und das Adjusted EBITDA für dieses Jahr entsprechend positiv - jedoch einmalig - beeinflusst. Ohne diesen Effekt sind für die Perioden 2025 bis 2034 sowohl jährlich leicht ansteigende Erlöse als auch Ergebnisse auf Ebene des Adjusted EBITDA prognostiziert.
339. Das Segment Recurring Sales, welches die Ergebnisse aus Verkäufen von Einzelobjekten erfasst, ist für die Deutsche Wohnen-Gruppe von untergeordneter Bedeutung. Ein positiver Ergebniseffekt wird, bei gleichbleibenden Erlösen, aus der Erhöhung des Step-ups (Veräußerungsgewinne im Verhältnis zu Verkehrswertabgängen) in 2026 prognostiziert. Der in diesem Jahr angewandte Step-up-Prozentsatz wurde für die folgenden Planperioden beibehalten. Aus diesem Grunde entwickelt sich das Adjusted EBITDA der Jahre 2027 fortfolgend - parallel zur Erlösentwicklung - in absoluten Werten jährlich leicht steigend.
340. Das Segment Development ist stark projektgetrieben und weist insofern jahresübergreifend stärkere Schwankungen als die anderen Segmente auf. Die Deutsche Wohnen-Gruppe tätigte in der Vergangenheit nur in geringem Umfang derartige Aktivitäten, da unter anderem die hierfür erforderlichen Ressourcen und Kompetenzen intern nur partiell vorhanden sind. Für die Durchführung der Development-Aktivitäten wurde eine Beteiligung an der QUARTERBACK Immobilien-Gruppe erworben.
341. Aufgrund der im September 2024 vereinbarten Übernahme von Immobilien der QUARTERBACK Immobilien-Gruppe durch die Deutsche Wohnen-Gruppe ist deren weitere Entwicklung nunmehr zu prognostizieren und in der Planung abzubilden. Bei dem Portfolio handelt es sich im Wesentlichen um Baugrundstücke, die von den unter BUWOG firmierenden Development-Einheiten des Vonovia-Konzerns - die nicht Teil der Deutsche Wohnen-Gruppe sind - für die Deutsche Wohnen-Gruppe entwickelt werden. Die korrespondierenden Development-Aktivitäten sollen weitestgehend bis zum Jahr 2031 abgeschlossen sein, weswegen ein starker Erlösrückgang von 2031 auf 2032 budgetiert wurde, da auch keine weiteren Neuprojekte geplant sind.

342. Der im Adjusted EBITDA abgebildete Ergebnisbeitrag entfällt ausschließlich auf Projekte, die als Development to sell eingestuft werden, da der Ergebnisbeitrag aus der Bewertung von Development to hold-Projekten nicht zahlungswirksam und somit nicht bewertungsrelevant ist. Parallel zu den schwankend verlaufenden Roherträgen aus Development to sell aufgrund des Projektcharakters der operativen Tätigkeiten ist das Adjusted EBITDA des Segments budgetiert worden. Entsprechend weist der für das Segment geplante Step-up jahresübergreifend starke Fluktuationen auf.
343. In der Position „Sonstiges“ sind die Ergebnisse aus dem Verkauf von Projekten des Non-Core-Portfolios enthalten. Hierbei handelt es sich beispielsweise um Verkäufe von ganzen Gebäuden oder kompletten Immobilienportfolien. In 2025 sind unter anderem die Effekte aus der noch laufenden Veräußerung von Teilen des Pflegegeschäfts in dieser Linie erfasst.
344. Die Sondereinflüsse in 2025 betreffen im Wesentlichen Transaktionskosten. Die Kostenplanung für die Jahre ab 2026 erfolgte pauschal unter Anwendung eines bis 2034 unveränderten Planansatzes.
345. Die Abschreibungen reflektieren die entsprechenden planmäßigen Abschreibungen von immateriellen Vermögenswerten und Sachanlagen. Nicht enthalten sind in dieser Position die Effekte aus der Verkehrswertbewertung der als Investment Properties klassifizierten Vermögenswerte.

c) Nachhaltiges operatives Ergebnis

346. Der Bewertungsgutachter hat zur Ableitung des nachhaltigen operativen Ergebnisses (EBIT) die künftige Ertragskraft der Deutsche Wohnen bei angenommener unendlicher Fortführung abgeschätzt. Dabei ist er wie folgt vorgegangen.
347. Da vorliegend das letzte Planjahr keinen eingeschwungenen Zustand repräsentiert hat der Bewertungsgutachter die Planungsrechnung im Rahmen einer Übergangsphase bis zum Jahr 2044 weiterentwickelt. Ab dem Jahr 2045 wurde das nachhaltige Ergebnis mit der nachhaltigen preisbedingten Wachstumsrate fortgeschrieben.
348. Die im Rahmen der Übergangsphase ab den Jahren 2035 ff. berücksichtigten Überleitungseffekte haben wir nachvollzogen und erachten das Vorgehen als plausibel.¹³¹
349. Das in der Unternehmensbewertung angesetzte langfristig unterstellte Ergebniswachstum von 1,5 % halten wir für angemessen.

¹³¹ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitte 5.2.h) und 6.2.h).

d) Nettoausschüttungen nach persönlicher Ertragsteuer

da) Herleitung der Nettoausschüttungen nach persönlicher Ertragsteuer

350. Wir haben die Herleitung der Nettoausschüttungen nach persönlichen Steuern im Bewertungsmodell des Bewertungsgutachters nachvollzogen und im Rahmen unseres eigenen Bewertungsmodells plausibilisiert.

351. Die Herleitung ist im Bewertungsgutachten nachvollziehbar dargestellt.¹³² Wir erachten die Ableitung als sachgerecht.

db) Finanzergebnis, Unternehmenssteuern und Minderheitenanteile

352. Der Bewertungsgutachter hat das Finanzergebnis auf Basis einer integrierten Fortschreibung der Bilanz- und Finanzplanung zum 31. Dezember 2024 unter Berücksichtigung der geplanten Ausschüttungen und Investitionen sowie Veränderungen des Nettoumlaufvermögens sowie der Rückstellungen abgeleitet. Das Zinsergebnis umfasst Zinsaufwendungen und Zinserträge.¹³³

353. Wir halten die Ableitung des Finanzergebnisses und die Vorgehensweise für sachgerecht. Die dabei verwendeten Parameter entsprechen den aktuellen und erwarteten Finanzierungskonditionen der Gesellschaft und sind nachvollziehbar.

354. Die Unternehmenssteuern wurden auf Basis des Ergebnisses vor Steuern unter Berücksichtigung der Gewerbe- und Körperschaftsteuer und des Solidaritätszuschlags sowie der ausländischen Unternehmenssteuern ermittelt. Dabei wurden die bestehenden Verlustvorträge integriert im Ertragswert erfasst. Zusätzlich hat der Bewertungsgutachter die geplante Entwicklung des steuerlichen Einlagekontos bei den geplanten Ausschüttungen berücksichtigt und - soweit möglich - aus dem steuerlichen Einlagekonto mit der steuermindernden Wirkung ausgeschüttet.

355. Wir haben die Ermittlung der Unternehmenssteuern inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und halten sie für sachgerecht abgeleitet.

¹³² Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 6.2.j).

¹³³ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 6.2.e).

dc) Ausschüttungen und persönliche Ertragsteuer

356. Grundsätzlich ist bei der Bestimmung der Ausschüttungen im Planungszeitraum primär auf die Unternehmensplanung zurückzugreifen und erst für die ewige Rente ein zur Anlage in ein Aktienportfolio äquivalentes Ausschüttungsverhalten anzunehmen.
357. Analog zu der von der Gesellschaft geplanten Ausschüttungspolitik hat der Bewertungsgutachter aus Konsistenzgründen im Detailplanungszeitraum bzw. der Übergangsphase vereinfachend eine Ausschüttungsquoten von 50 % der Vorsteuerergebnisse (EBT), die der Bewertung zugrunde liegen, angesetzt.¹³⁴
358. Für die ewige Rente hat der Bewertungsgutachter eine fiktive Vollausschüttung der Jahresüberschüsse angenommen, die sich zu jeweils 50 % auf den Wertbeitrag aus Ausschüttungen und den Wertbeitrag aus Thesaurierungen aufteilt. Die Ausschüttungsquote von 50 % in Bezug auf den Jahresüberschuss leitet der Bewertungsgutachter aus der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens ab.¹³⁵
359. Nach unserer Analyse liegt der Wert der Ausschüttungshöhe in einem Bereich, welcher am Markt regelmäßig zu beobachten ist.
360. Für die steuerliche Behandlung auf Ebene der Anteilseigner unterscheidet der Bewertungsgutachter zwischen dem Wertbeitrag aus Ausschüttung („Ausschüttung“) und einem Wertbeitrag aus Thesaurierung („Thesaurierung“). Bei der Ableitung der persönlichen Einkommensteuer auf den Wertbeitrag aus Ausschüttung wurde, soweit keine Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto geplant wird, der Einkommensteuersatz auf Dividenden einschließlich Solidaritätszuschlag in Höhe von 26,38 % (Abgeltungsteuer) angewandt.¹³⁶
361. In der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter hinsichtlich des Wertbeitrags aus Thesaurierung vereinfachend unterstellt, dass dieser den Aktionären unter Berücksichtigung der steuerlichen Konsequenzen auf Ebene der Anteilseigner unmittelbar zufließt. Der Wertbeitrag aus Thesaurierung wurde daher um die typisierte Einkommensteuer auf Veräußerungsgewinne und inflationsbedingte Unternehmenswertsteigerungen gekürzt. Dabei hat der Bewertungsgutachter den halben

¹³⁴ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 6.2.j).

¹³⁵ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 6.2.j).

¹³⁶ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 6.2.j).

Abgeltungssteuersatz einschließlich Solidaritätszuschlag von zusammen 13,19 % angesetzt.¹³⁷

362. In der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums einen Thesaurierungsbetrag (einschließlich der erwarteten annuitätischen Innenfinanzierung der Übergangsphase)¹³⁸ von rd. 60 Mio. € als erforderlich angesehen. Da das nachhaltige Wachstum nur durch Investitionen i. w. S. (einschließlich Working Capital-Veränderungen etc.) und die damit einhergehende Finanzierung erzielt werden kann, halten wir diese Vorgehensweise für sachgerecht.
363. Die vom Bewertungsgutachter getroffenen Annahmen und die gewählte Vorgehensweise zur Bestimmung der Ausschüttungen und der Berücksichtigung persönlicher Steuern sind nach unseren Feststellungen im Ergebnis angemessen.

¹³⁷ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 6.2.j).

¹³⁸ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 6.4.a).

4. Kapitalisierungszinssatz

364. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert analog zur Vorgehensweise bei der Vonovia die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage.
365. Wir verweisen hierzu auf die Ausführungen unter Abschnitt D II. 4.

a) Basiszinssatz

366. Der Bewertungsgutachter legt bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Deutsche Wohnen analog zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Vonovia einen Basiszinssatz von 2,50 % vor persönlichen Steuern bzw. 1,84 % nach persönlichen Steuern zugrunde.¹³⁹
367. Im Übrigen verweisen wir auf die diesbezüglichen Ausführungen unter Abschnitt (D II. 4.)
368. Der bei der Bewertung der Deutsche Wohnen angesetzte Basiszinssatz in Höhe von 2,50 % vor persönlichen Steuern bzw. 1,84 % nach Abzug der typisierten Ertragsteuerbelastung wurde zutreffend ermittelt.

¹³⁹ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitte 5.3.a) und 6.3.a).

b) Risikozuschlag

ba) Anwendung des Tax-CAPM

369. Die Anwendung des Tax-CAPM durch den Bewertungsgutachter analog der Vorgehensweise bei der Vonovia ist sachgerecht. Wir verweisen entsprechend auf unsere Ausführungen in Abschnitt D. II. 4.

bb) Marktrisikoprämie

370. Der Bewertungsgutachter legt bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Deutsche Wohnen analog zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Vonovia eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,75 % zugrunde.¹⁴⁰

371. Wir verweisen entsprechend auf unserer Ausführungen in Abschnitt D. II. 4.

bc) Betafaktoren

372. In Bezug auf die allgemeinen Erläuterungen zur Ableitung von Betafaktoren sowie zu den Kriterien für die Ermittlung eines validen und prognosegeeigneten Betafaktors verweisen wir auf unsere Ausführungen im Abschnitt D. II. 4.

373. Die Aktien der Deutsche Wohnen sind börsennotiert. Demnach kann grundsätzlich ein eigener historischer Betafaktor ermittelt werden. Der Bewertungsgutachter kommt zu dem Ergebnis, dass die Kursentwicklung der Deutsche Wohnen in der Vergangenheit wesentlich durch Übernahmegerüchte und -angebote durch die Vonovia beeinflusst war. Darüber hinaus handelt es sich bei der Deutsche Wohnen bereits seit dem 30. September 2021 um ein faktisch beherrschtes Unternehmen.¹⁴¹ Auf dieser Basis kommt der Bewertungsgutachter zu dem Ergebnis, dass die Heranziehung des originären Betafaktors der Deutsche Wohnen für Zwecke der Ermittlung des objektivierten Unternehmens mangels Prognoseeignung ausscheidet.¹⁴²

374. Wir konnten die Ausführungen und Erläuterungen des Bewertungsgutachters nachvollziehen und bestätigen.

¹⁴⁰ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitte 5.3.b) und 6.3.b).

¹⁴¹ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 6.3.b).

¹⁴² Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 6.3.b).

375. Zur Validierung und Plausibilisierung des durch den Bewertungsgutachter vorgenommenen Ausschlusses des originären bzw. unternehmenseigenen Betafaktors für Zwecke der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes haben wir ergänzend eigene Analysen zur Ableitung und Prognoseeignung des unternehmens-eigenen Betafaktors der Deutsche Wohnen durchgeführt.
376. Im Ergebnis teilen wir die Würdigung des Bewertungsgutachters und sind der Auffassung, dass nicht davon ausgegangen werden kann, dass die Aktienrenditen der Deutsche Wohnen Veränderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen sachlich und zeitlich unverzerrt reflektieren.¹⁴³ Der originäre Betafaktor der Deutsche Wohnen ist somit keine geeignete Ausgangsgröße zur Ermittlung des Risikozuschlags. Wir verweisen für weitere Erläuterungen diesbezüglich auch auf unsere Ausführungen in Abschnitt IV. Börsenkurse.
377. Der Bewertungsgutachter ermittelt vor diesem Hintergrund Betafaktoren auf Basis einer Gruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen. Dies steht im Einklang mit den Anforderungen des IDW S 1.¹⁴⁴
378. Die Verwendung der Betafaktoren einer Peer Group hat gegenüber dem Ansatz des Betafaktors nur eines Unternehmens den statistischen Vorteil einer deutlich größeren Anzahl von Beobachtungen. Durch eine Durchschnittsbildung mehrerer Peer Group-Betafaktoren werden Schwankungen und nicht aus der operativen Geschäftstätigkeit und der Kapitalstruktur erklärbare Unterschiede der Betafaktoren geglättet, so dass dem aus einer geeigneten Peer Group abgeleiteten Betafaktor eine hohe Prognoserelevanz zukommt.
379. Zur Ermittlung eines prognosegeeigneten Betafaktors der Deutsche Wohnen analysiert der Bewertungsgutachter vier Unternehmen, die in vergleichbaren Geschäftsfeldern aktiv sind:
- Vonovia SE, Deutschland
 - LEG Immobilien SE, Deutschland
 - TAG Immobilien AG, Deutschland
 - Grand City Properties S.A., Luxemburg

¹⁴³ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2012, S. 167.

¹⁴⁴ Vgl. IDW S 1, Tz. 121 und ergänzend vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung 2018, Kap. A Tz. 402 ff.

380. Die Auswahl der Peer Group-Unternehmen durch den Bewertungsgutachter haben wir inhaltlich nachvollzogen und anhand uns zur Verfügung gestellter Informationen und eigener Recherchen geprüft. Die herangezogenen Unternehmen sind in vergleichbaren Geschäftsfeldern wie die Deutsche Wohnen aktiv und damit grundsätzlich als Peer Group-Unternehmen geeignet.¹⁴⁵
381. Für diese Peer Group ermittelt der Bewertungsgutachter unverschuldete Betafaktoren eines zweijährigen Beobachtungszeitraums bei wöchentlichen Renditeintervallen sowie für einen fünfjährigen Beobachtungszeitraum bei monatlichen Renditeintervallen durch Regression gegen den breiten lokalen CDAX sowie gegen den globalen MSCI World Total Return Index. Die unverschuldeten Betafaktoren berechnet der Bewertungsgutachter unter Berücksichtigung von unsicheren Tax Shields und mit Berücksichtigung von ausfallrisikobehaftetem Fremdkapital (des sog. „Debt Beta“).¹⁴⁶
382. Wir erachten die Vorgehensweise unter Berücksichtigung verschiedener Zeiträume und Indizes sowie unter Berücksichtigung des Debt Beta als sachgerecht.¹⁴⁷ Auch wenn darüber hinaus weitere mögliche Zeiträume (z.B. 3 Jahre) oder andere Parameter (anderer Index oder Renditeintervalle) denkbar sind, so sind die verwendeten Zeiträume und Parameter in der Praxis allgemein anerkannt und berücksichtigen eine ausreichende Auswahl möglicher Varianten.

UNVERSCHULDETE BETAFAKTOREN				
Unternehmen	2 Jahre wöchentlich		5 Jahre monatlich	
	C-DAX	MSCI ACWI	C-DAX	MSCI ACWI
Vonovia SE	0,40	0,46	0,45	0,49
LEG Immobilien SE	0,42	0,52	0,48	0,51
TAG Immobilien AG	0,59	0,61	0,53	0,58
Grand City Properties S.A.	0,46	0,46	0,45	0,48
Mittelwert	0,47	0,51	0,48	0,52

Quelle: Bewertungsgutachter

383. Für die Bewertung der Deutsche Wohnen leitet der Bewertungsgutachter unter Abwägung aller Faktoren und Analysen einen unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 0,44 ab (gutachterliche Ableitung).¹⁴⁸
384. Unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Vorgehensweisen zur Erhebung der Betafaktoren ergeben sich somit aus unserer Sicht keine Erkenntnisse, dass der

¹⁴⁵ Vgl. dazu auch die Unternehmensbeschreibung der Vergleichsunternehmen in der Anlage.

¹⁴⁶ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 6.3.b) i.V.m. Abschnitt 5.3.b).

¹⁴⁷ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Kap A, Tz. 413.

¹⁴⁸ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 6.3.b).

angesetzte Betafaktor nicht sachgerecht gewählt wurde. Insbesondere erachten wir es aufgrund der vergleichbaren Risikoprofile der Deutsche Wohnen und der Vonovia sowie der weit vorangeschritten Integration der Deutsche Wohnen in den Konzernverbund der Vonovia als sachgerecht, einen einheitlichen unverschuldeten Betafaktor für beide Unternehmen zu verwenden.

385. Den sich aus dem angesetzten Wert der Marktisikoprämie (5,75 %) und des unverschuldeten Betafaktors (0,44) ergebende (unverschuldeten) Risikozuschlag von 2,53 % erachten wir als angemessen.

c) Wachstumsabschlag

386. In Bezug auf die allgemeinen Erläuterungen verweisen wir auf unsere Ausführungen in Abschnitt D. II. 4.
387. Der Bewertungsgutachter führt zutreffend aus, dass die nachhaltige preisbedingte Wachstumsrate der Deutsche Wohnen-Gruppe denselben Einflussfaktoren unterliegt wie diejenige der Vonovia-Gruppe. Auf dieser Basis setzt der Bewertungsgutachter bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Deutsche Wohnen analog zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Vonovia einen nachhaltigen Wachstumsabschlag von 1,5 % an.¹⁴⁹
388. Der Bewertungsgutachter hat die spezifische Situation der Deutsche Wohnen im Bewertungsgutachten sachgerecht wiedergegeben. Auf Basis dieser Überlegungen sehen wir keine Hinweise, die einen höheren Wachstumsabschlag als 1,5 % rechtfertigen, und erachten den angesetzten Wachstumsabschlag für die Deutsche Wohnen für angemessen.

¹⁴⁹ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitte 5.3.c) und 6.3.c).

d) Periodenspezifische Kapitalisierungszinssätze

389. Nachfolgend ist die Herleitung der vom Bewertungsgutachter periodenspezifisch berechneten Kapitalisierungszinssätze der Deutsche Wohnen dargestellt:

PERIODENSPEZIFISCHE KAPITALKOSTEN DES BEWERTUNGSGUTACHERS											
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	TV
Basiszinssatz vor pers. St.	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Typ. Einkommensteuer	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Basiszinssatz n. Pers. St.	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Marktrisikoprämie n. Pers. St.	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Betafaktor unverschuldet	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44
Verschuldungsgrad	0,81	0,73	0,74	0,74	0,77	0,80	0,76	0,70	0,69	0,66	0,45
Betafaktor verschuldet	0,61	0,60	0,61	0,59	0,62	0,64	0,64	0,61	0,61	0,61	0,55
Risikozuschlag	3,51%	3,44%	3,48%	3,42%	3,57%	3,66%	3,66%	3,49%	3,50%	3,54%	3,17%
Wachstumsrate											-1,50%
Kapitalisierungszinssatz	5,35%	5,28%	5,32%	5,26%	5,41%	5,50%	5,50%	5,33%	5,34%	5,38%	3,51%

Quelle: Analyse des Bewertungsgutachters

390. Abschließend stellen wir fest, dass die jeweilige Höhe der zugrunde gelegten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze angemessen ist.

5. Sonderwerte

391. Die Deutsche Wohnen verfügt über kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen.
392. Im Rahmen der Unternehmensbewertung hat der Bewertungsgutachter die Beteiligungen, die nicht im Rahmen der Planungsrechnung berücksichtigt wurden, als Sonderwert angesetzt. Die der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegte Planungsrechnung enthält somit keine Finanzerträge aus diesen Beteiligungen.¹⁵⁰ Der Bewertungsgutachter hat hierfür den Buchwert der Beteiligung als Untergrenze angesetzt. Daneben hat der Bewertungsgutachter unter Berücksichtigung der Jahresergebnisse der vergangenen Jahre auf Basis eines vereinfachten Wertansatzes berücksichtigt und, sofern dieser Wertansatz zu einem höheren Wert als den Buchwert führt, diesen angesetzt.
393. Wir haben die Erläuterungen und Berechnungen des Bewertungsgutachters nachvollzogen und halten das Vorgehen für vertretbar.
394. Darüber hinaus hat der Bewertungsgutachter kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen identifiziert. Uns ist im Verlauf unserer Prüfung auch keines bekannt geworden.¹⁵¹

¹⁵⁰ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 6.4.b).

¹⁵¹ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 6.4.b).

6. Unternehmenswert und Wert je Aktie

395. Der Ertragswert des operativen Geschäfts der Deutsche Wohnen ergibt sich aus der Diskontierung der Summe der Nettoausschüttungen inklusive der Wertbeiträge aus der Thesaurierung mit dem periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatz. Der Bewertungsgutachter hat den Ertragswert mathematisch richtig zum technischen Bewertungsstichtag 1. Januar 2025 berechnet. Zum Bewertungsstichtag 25. Januar 2025 ergibt sich der folgende vom Bewertungsgutachter ermittelte Unternehmenswert sowie Wert je Aktie der Deutsche Wohnen:

WERTABLEITUNG DES BEWERTUNGSGUTACHTERS

Mio. €	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	TV
Jahresüberschuss	561	509	543	542	589	563	622	564	627	651	620
Innenfinanzierung / Wachstumthesaurierung	-222	-233	-254	-243	-257	-242	-260	-235	-255	-261	-60
Auskehrungspotenzial	339	276	289	299	332	321	361	329	373	389	560
Wertbeitrag aus Ausschüttung	339	276	289	299	332	321	361	329	373	389	333
EST auf Dividenden	90	73	76	79	87	85	14	12	8	13	64
Wertbeitrag aus Thesaurierung	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	226
EST auf Veräußerungsgewinne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	49
EST auf Veräußerungsgewinne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoeinnahmen	250	203	213	220	244	237	347	317	364	377	446
Kapitalisierungszinssatz	5,35%	5,28%	5,32%	5,26%	5,41%	5,50%	5,50%	5,33%	5,34%	5,38%	3,51%
Barwertfaktor	0,95	0,90	0,86	0,81	0,77	0,73	0,69	0,66	0,62	0,59	16,88
Barwert	237	183	182	179	188	173	241	209	228	223	7.532
Sonderwert	122										
Barwert zum 1. Januar 2025	9.697										
Aufzinsungsfaktor	1,0033										
Zukunftserfolgswert zum 23. Januar 2025	9.729										

Quelle: Analyse des Bewertungsgutachters

396. Zur Aufzinsung des Wertes vom technischen Bewertungsstichtag auf den Bewertungsstichtag hat der Bewertungsgutachter den spezifischen Kapitalisierungszinssatz des ersten Planjahres verwendet und zinst die Summe der Barwerte zum 31. Dezember/ 1. Januar 2025 um 23 Tage auf den 23. Januar 2025 auf.
397. Der Wert je Aktie der Deutsche Wohnen beträgt 24,51 € und ergibt sich durch Division des Ertragswerts zum 23. Januar 2025 durch die Anzahl der Aktien der Deutsche Wohnen ohne eigene Aktien (396.934.985 Stück).
398. Wir haben die Ableitung des Unternehmenswerts rechnerisch und methodisch ohne Beanstandungen nachvollzogen.

IV. Börsenkurse

1. Beurteilung des Börsenkurses als Wertuntergrenze

399. Die Aktien der Vonovia und der Deutsche Wohnen werden aktuell an der Börse gehandelt. Die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts¹⁵², nach der grundsätzlich der Börsenkurs die Untergrenze der Abfindung von Minderheitsaktionären bei Unternehmensverträgen und Eingliederungen ist, findet daher Anwendung.
400. Nach dem Bundesgerichtshof ist dabei grundsätzlich der Durchschnittskurs für den vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme endenden Dreimonatszeitraum heranzuziehen.¹⁵³ 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.¹⁵⁴ Die Frage, wann ein solcher „längerer Zeitraum“ vorliegt, ist in der Rechtsprechung nicht abschließend geklärt. Ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten wird in der Literatur und Rechtsprechung jedoch als unkritisch angesehen.¹⁵⁵
401. Die Ad hoc-Mitteilungen der Deutsche Wohnen und der Vonovia über die Absicht der Vonovia, einen BGAV mit der Deutsche Wohnen abschließen zu wollen, erfolgten am 18. September 2024.¹⁵⁶ Somit werden bis zum Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 23. Januar 2025 rund 4 Monate liegen. Ein längerer Zeitraum im Sinne der Rechtsprechung des BGH liegt demnach nicht vor.
402. Der Bewertungsgutachter hat bei der Ermittlung des Referenzzeitraums auf eine Referenzperiode, die mit Ablauf des 17. September 2024 endet, abgestellt.¹⁵⁷ Diese Vorgehensweise erachten wir für den Börsenkurs der Deutsche Wohnen als angemessen.

¹⁵² Vgl. Beschluss des BVerfG, 1 BvR 1613/94 vom 27. April 1999, BVerfGE 100, 289.

¹⁵³ Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, AG 2010, S. 629 ff., „Stollwerck“.

¹⁵⁴ Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, AG 2010, S. 629 ff., „Stollwerck“, wiederholt mit Beschluss vom 28. Juni 2011, II ZB 2/00, AG 2011, S. 590 f.

¹⁵⁵ Vgl. beispielhaft Koch in Koch, AktG, 16. Aufl. 2022, § 305 Rn. 44 m.w.N.; OLG Stuttgart vom 05.06.2013 – 20 W 6/10, Tz. 250.

¹⁵⁶ Vgl. <https://ir.deutsche-wohnen.com/websites/dewohnen/German/6100/news.html?newsID=0670845b-07bf-4062-8731-d2735a04d547> (Zuletzt abgerufen am 9.12.2024)

¹⁵⁷ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 4.1.

403. Der Börsenkurs ist nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zumindest dann nicht als Wertuntergrenze heranzuziehen, wenn die Aktien der betreffenden Gesellschaft nur in geringem Umfang an der Börse gehandelt werden oder aufgrund von Sondereinflüssen nicht den Verkehrswert der Aktien widerspiegeln.¹⁵⁸ Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, auf Grund einer Marktengte der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern, oder der Börsenkurs manipuliert ist.¹⁵⁹
404. Als Grundlage für die Einschätzung, ob eine Marktengte vorliegt, kann man die Vorgaben des § 5 Absatz 4 WpÜG-Angebotsverordnung heranziehen, der zufolge eine Marktengte dann vorliegt, wenn für die Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Strukturmaßnahme an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abweichen.
405. Anhand unserer Analysen teilen wir die Einschätzung des Bewertungsgutachters, dass bei der Vonovia und der Deutsche Wohnen keine Anhaltspunkte für eine Kursmanipulation vorliegen. Auch liegt jeweils keine Marktengte im Sinne von § 5 Absatz 4 WpÜG-Angebotsverordnung vor und der Börsenkurs ist somit als Wertuntergrenze heranzuziehen.
406. Der Bewertungsgutachter gibt den durchschnittlichen Börsenkurs der Referenzperiode entsprechen dem von der BaFin mitgeteilten gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs bis einschließlich dem Stichtag 17. September 2024 für die Aktien der Deutsche Wohnen mit 19,81 € an.¹⁶⁰ Diese Werte haben wir durch Einsichtnahme in die Mitteilung der BaFin und eine eigene Analysen zum Börsenkurs verifiziert.

¹⁵⁸ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289.

¹⁵⁹ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00, a.a.O.

¹⁶⁰ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 4.2.b).

2. Beurteilung des Börsenkurses im Sinne des „wahren Wertes“

a) Allgemeines

407. Nach der neueren Rechtsprechung des BGH kann die Abfindung nach § 305 AktG anhand von Börsenkursen ermittelt und der Ausgleich nach § 304 AktG auch durch Verrentung des durchschnittlichen Börsenkurses des beherrschten Unternehmens ermittelt werden, soweit der Börsenkurs den wahren Wert und die Ertragsaussichten des Unternehmens widerspiegelt.¹⁶¹ Die Beurteilung des Börsenkurses im Hinblick auf die Berücksichtigung als Desinvestitionswert und damit Wertuntergrenze ist zu trennen von der Beurteilung, ob der Börsenkurs den „wahren Wert“ im Sinne des von der Rechtsprechung geforderten „vollen (wirtschaftlichen) Wertausgleich“ abbildet. Die Angemessenheit ist dabei dahingehend zu beurteilen, ob die künftige Ertragskraft des Unternehmens sachgerecht in dem Börsenkurs abgebildet ist.¹⁶²

408. Zur Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert gelten strengere Maßstäbe als für die Beurteilung als „Wertuntergrenze“. Vor diesem Hintergrund hat der Bewertungsgutachter ergänzende Analysen im Hinblick auf die Liquidität bzw. der Liquiditätsmaße der Aktien der Deutsche Wohnen durchgeführt.

b) Liquiditätsmaße und betriebswirtschaftliche Beurteilung

409. Als Liquiditätsmaß hat der Bewertungsgutachter den durchschnittlichen Handelsumsatz und die durchschnittlichen Geld-Brief Spannen analysiert. Auf Basis der vom Bewertungsgutachter durchgeführten Analysen wird ersichtlich, dass sich sowohl der durchschnittliche Handelsumsatz als auch die durchschnittliche Geld-Brief Spanne bei der Aktie der Deutsche Wohnen in den letzten 5 Jahren vor dem Stichtag des 17. September 2024 deutlich verschlechtert haben, wohingegen die Aktie der Vonovia deutlich stabilere Werte aufweist und die Aktie der Deutsche Wohnen im Vergleich zu Vonovia eine deutlich geringere Liquidität aufweist.¹⁶³

¹⁶¹ Vgl. BGH, 21.2.2023 – II ZB 12/21 und BGH, 31.1.2024 – II ZB 5/22.

¹⁶² Vgl. BGH, 21.2.2023 – II ZB 12/21 und BGH, 31.1.2024 – II ZB 5/22.

¹⁶³ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 4.3.

410. Unter Berücksichtigung der Liquiditätskriterien in Artikel 22 der Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel ist die Aktie der Deutsche Wohnen im relevanten Drei-Monatszeitraum auf Basis unserer Analysen als nicht liquide zu bezeichnen, da sie im Durchschnitt weniger als 500 Geschäfte je Tag (Transaktionen) und weniger als 2 Mio. € täglichen Handel aufweist. Die Aktie der Vonovia ist auch unter Berücksichtigung dieser Kriterien als liquide Aktie einzustufen. Zwar entfaltet die oben genannte EU-Verordnung keine unmittelbare Geltung im vorliegenden Fall, stellt jedoch u.E. grundsätzlich einen relevanten Maßstab für die Definition von Mindestanforderung an die Liquidität des Aktienhandels dar.¹⁶⁴
411. Mit einem durchschnittlichen täglichen Handelsumsatz von unter 1,5 Mio. € bzw. einem durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen von rund 75.000 Aktien in den drei Monaten bis zum Börsenkurstichtag wird nur ein sehr geringer Teil (rd. 0,02 %) der Aktien der Deutsche Wohnen durchschnittlich pro Tag gehandelt. Ein professioneller Investor, der eine deutlich größere Zahl von Aktien kaufen oder verkaufen will, muss damit rechnen, dass dies nur über einen längeren Zeitraum und mit deutlichem Einfluss auf die Aktienkurse möglich wäre, so dass bei einem größeren Kauf (mit der Folge eines Kursanstiegs) und einem späteren Verkauf (mit der Folge eines Kursrückgangs) einer größeren Zahl von Aktien ein nicht unerheblicher Nachteil entsteht. Dies führt in der Regel dazu, dass derartige Aktien für größere Investoren, wie z.B. Fonds, weniger attraktiv sind als z.B. die Vonovia-Aktie, die die Beteiligung an Deutsche Wohnen beinhaltet, so dass die Nachfrage nach der Deutsche-Wohnen-Aktie sinkt, ohne dass ein Zusammenhang mit der innewohnenden Ertragskraft der Gesellschaft besteht.
412. Neben den Liquiditätsmaßen sind weitere ökonomische Überlegungen zu berücksichtigen, inwieweit die Kursbildung der Deutsche Wohnen Aktie die tatsächliche Ertragskraft im Sinne des „wahren“ Werts abbilden kann.

¹⁶⁴ Der Wertpapiererwerbs- und Übernahmesenat des OLG Frankfurt (Aktenzeichen WpÜG 1/20) hat ebenfalls die Kriterien der genannten EU-Verordnung zur Beurteilung der Liquidität einer Aktie herangezogen.

413. Die Aktie der Deutsche Wohnen weist einen geringen Streubesitz von rd. 12,29 % auf und steht somit potenziellen Investoren, die eine Sperrminorität erzielen möchten oder weiteren Einfluss auf die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft anstreben, nicht als Investitionsmöglichkeit zur Verfügung. Aufgrund der bereits bestehenden Integration der Deutsche Wohnen in den Konzern der Vonovia ist auch eine Veräußerung der Deutsche Wohnen durch die Vonovia zumindest mittelfristig nicht zu erwarten. Andererseits könnten Minderheitsaktionäre bereits vor dem 18. September 2024 den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags erwartet haben.
414. Die Deutsche Wohnen ist mit Wirkung zum 1. Januar 2023 dem neu gefassten Rahmengeschäftsbesorgungsvertrag zwischen Gesellschaften des Vonovia-Konzerns beigetreten. Mit dem Rahmengeschäftsbesorgungsvertrag übertrug Deutsche Wohnen zahlreiche zuvor von ihr selbst wahrgenommene Aufgaben und Tätigkeiten auf andere Gesellschaften des Vonovia-Konzerns. Damit einher ging auch der Übergang von Mitarbeitern (teilweise als Personalüberlassung).¹⁶⁵ Die Deutsche Wohnen ist organisatorisch in den Vonovia-Konzern eingegliedert und es besteht umsatzsteuerliche Organschaft mit der Vonovia. Die bereits bestehende weitgehende Integration der Deutsche Wohnen in die Vonovia kann die Aktie für Anleger im Vergleich zu Vonovia und anderen Peer Group-Unternehmen unattraktiver machen, ohne dass die innewohnende Ertragskraft der Deutsche Wohnen dadurch beeinträchtigt wäre.
415. Die Deutsche Wohnen hat für die Jahre 2021 bis 2023 lediglich Ausschüttungen in Höhe von jeweils 0,04 € je Aktie vorgenommen. Dies entspricht der Mindestausschüttung nach § 254 Abs. 1 AktG. Soweit Investoren erwarten, dass auch künftig unabhängig von der Ertragskraft und den Cashflows der Deutsche Wohnen nur geringe Dividendenausschüttungen geleistet werden, ist dies geeignet, die Kursentwicklung der Deutsche Wohnen-Aktie zu beeinträchtigen. Vonovia dagegen beabsichtigt, 50 % des adjusted EBT plus überschüssige Liquidität aus dem Operating Free Cashflow nach Abzug des Eigenkapital-Anteils für das rentierliche Investitionsprogramm als Dividende vorzuschlagen. Eine Investition in Deutsche Wohnen könnte daher – losgelöst von den Ertragsaussichten der Gesellschaft - gegenüber einer Investition in Vonovia (die die Mehrheit der Anteile an Deutsche Wohnen beinhaltet) hinsichtlich der Dividendenausschüttungen als weniger vorteilhaft angesehen werden.

¹⁶⁵ Vgl. Geschäftsbericht 2023 der Deutsche Wohnen SE, Zusammengefasster Lagebericht S. 54.

416. Der vom Bewertungsgutachter ermittelte Ertragswert der Deutsche Wohnen ist mit 24,51 € je Aktie höher als der durchschnittliche Dreimonatsdurchschnittskurs der Deutsche Wohnen-Aktie von 19,81 €. Auch dies ist ein Hinweis darauf, dass der Börsenkurs die Ertragsaussichten und den „wahren Wert“ der Gesellschaft nicht voll widerspiegelt.

c) Ergebnis

417. Im Ergebnis kann auf Basis der von uns angelegten Liquiditätskriterien und der weiteren Umstände nicht davon ausgegangen werden, dass der Aktienkurs der Deutsche Wohnen die tatsächliche (volle) Ertragskraft und den „wahren Wert“ der Deutsche Wohnen abbildet.

418. Der maßgebliche Wertmaßstab der Deutsche Wohnen stellt somit aus unserer Sicht der Ertragswert dar.

419. Der Börsenkurs der Vonovia dagegen erscheint grundsätzlich geeignet, die volle Ertragskraft der Vonovia widerzuspiegeln.

V. Plausibilisierung der Ergebnisse

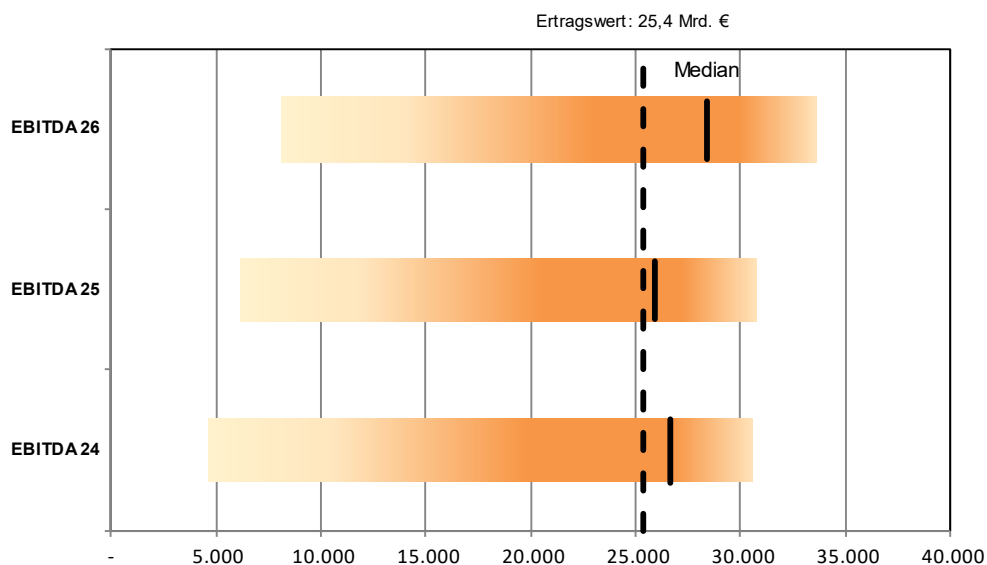
a) Trading-Multiplikatoren

420. Eine vergleichende Marktbewertung kann grundsätzlich über die Ermittlung von Wertbandbreiten auf Basis einer Multiplikator-Analyse oder branchenspezifische Bewertungsmethoden erfolgen.
421. Der Wert des Unternehmens kann sich bei der Multiplikator-Analyse als Produkt einer Bezugsgröße des Unternehmens (häufig Umsatz- oder Ergebnisgröße) und dem entsprechenden Multiplikator von börsennotierten Vergleichsunternehmen einerseits („Trading-Multiplikatoren“ oder „Börsenmultiplikatoren“) oder aus vergleichbaren Transaktionen andererseits („Transaktions-Multiplikatoren“) abgeleitet werden.
422. Vereinfachte Preisfindungsverfahren, wie z.B. Verfahren auf Basis von Ergebnis- oder Umsatzmultiplikatoren, können zur Plausibilitätskontrolle des nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerts herangezogen werden.¹⁶⁶ Ein Rückgriff auf eine Multiplikatoranalyse kann eine fundierte Unternehmensbewertung nicht ersetzen. Sie kann jedoch ergänzend Anhaltspunkte für eine Einschätzung des mit Hilfe des Ertragswertverfahrens ermittelten Wertes liefern.
423. Der Bewertungsgutachter hat den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert der Vonovia und der Deutsche Wohnen mit Hilfe von EBITDA-Multiplikatoren der Peer Group plausibilisiert, die auch bei der Ermittlung des Betafaktors bei der Deutschen Wohnen berücksichtigt worden ist.

¹⁶⁶ Vgl. IDW S 1, Abschnitt 8.3.4.

424. Wir haben die Ableitung der Multiplikatoren nachvollzogen. Aufgrund der Vielzahl an professionellen Analystenschätzungen über die wirtschaftliche Entwicklung der Vergleichsunternehmen ergeben sich bei unseren Analysen im Einzelfall Abweichungen gegenüber den durch den Bewertungsgutachter ermittelten Vergleichswerten. Um mögliche Verzerrungen durch die Auswahl einzelner Analystenschätzungen auszuschließen, haben wir unserer Analyse die sogenannten Consensus-schätzungen (aggregierten Erwartungen) zugrunde gelegt, die wir mit Daten des Informationsanbieters S&P Global Market Intelligence ermittelt haben. Anhand unserer eigener Analysen haben wir keine Erkenntnisse gewonnen, die zu einer anderen Aussagekraft führen würden.¹⁶⁷
425. Die Bandbreite von Unternehmenswerten (Marktwert des Eigenkapitals) der Vonovia auf Basis von EBITDA-Multiplikatoren im Vergleich zu dem Ertragswert ist in der folgenden Grafik dargestellt:

Marktwert des Eigenkapitals der VONOVIA - EBITDA -Multiplikatoren



Marktwert des Eigenkapitals in Mio. €; Quelle: S&P Global Market Intelligence, Eigene Analysen.

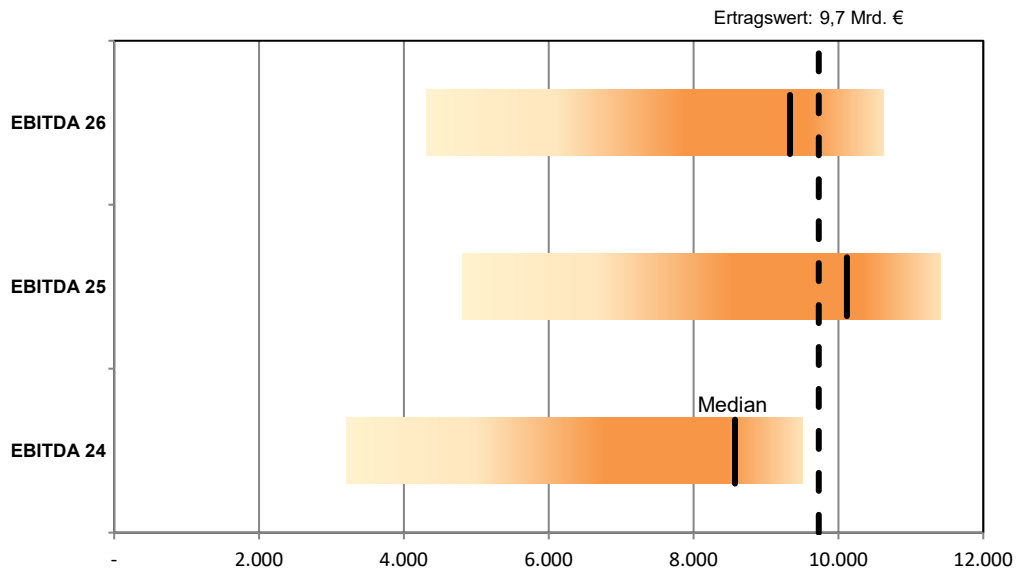
¹⁶⁷ Wir haben wie der Bewertungsgutachter auf die Adjusted EBITDA-Größen der Vonovia und der Deutsche Wohnen abgestellt. Die im Vergleich zum Bewertungsgutachter größeren Bandbreiten sind insbesondere durch niedrigere Multiplikatoren der Grand City Properties zurückzuführen und sind – soweit ersichtlich – auf unterschiedliche Daten der verschiedenen Datenbankanbieter zurückzuführen.

426. Die Bandbreite der Eigenkapitalwerte unter Berücksichtigung der EBITDA-Multiplikatoren beträgt für die Vonovia 4.591 Mio. € bis 33.550 Mio. €.
427. Die Multiplikator-Bewertung zeigt, dass der vom Bewertungsgutachter ermittelte Ertragswert in Höhe von 25.374,7 Mio. € innerhalb der ermittelten Bandbreite der EBITDA-Multiplikator-Analyse liegt.
428. Analog zum Vorgehen bei der Vonovia hat der Bewertungsgutachter den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert der Deutsche Wohnen mit Hilfe von EBITDA- Multiplikatoren anhand der Peer Group plausibilisiert, die auch bei der Ermittlung des Betafaktors berücksichtigt worden ist (einschließlich der Vonovia).
429. Wir haben die Ableitung der Multiplikatoren nachvollzogen und entsprechend dem Vorgehen bei der Vonovia anhand eigener Analysen, die wir auf Grundlage von Daten des Informationsanbieters S&P Global Market Intelligence durchgeführt haben, plausibilisiert. Anhand unserer eigenen Analysen haben wir keine Erkenntnisse gewonnen, die zu einer anderen Aussage führen würden.¹⁶⁸

¹⁶⁸ Die im Vergleich zum Bewertungsgutachter größeren Bandbreiten sind insbesondere durch niedrigere Multiplikatoren der Grand City Properties zurückzuführen und sind vermutlich – soweit ersichtlich – auf unterschiedliche Daten der Datenbankanbieter zurückzuführen.

430. Die Bandbreite von Unternehmenswerten (Marktwert des Eigenkapitals) der Deutsche Wohnen auf Basis von EBITDA-Multiplikatoren im Vergleich zu dem Ertragswert ist in der folgenden Grafik dargestellt:

Marktwert des Eigenkapitals der DEUTSCHE WOHNEN SE - EBITDA-Multiplikatoren



Marktwert des Eigenkapitals in Mio. €; Quelle: S&P Global Market Intelligence, Eigene Analysen.

432. Die Bandbreite der Eigenkapitalwerte unter Berücksichtigung der EBITDA-Multiplikatoren beträgt für die Deutsche Wohnen 3.208 Mio. € bis 11.411 Mio. €.
433. Die Multiplikator-Bewertungen zeigen, dass der vom Bewertungsgutachter ermittelte Ertragswert in Höhe von 9.728,5 Mio. € innerhalb der ermittelten Bandbreite der EBITDA-Multiplikator-Analyse liegt.
434. Unsere Analyseergebnisse sind somit in ihrer Aussagekraft mit denen des Bewertungsgutachters vergleichbar und es ergeben sich aus unserer Sicht keine Erkenntnisse, dass der Ertragswert kein plausibles Ergebnis darstellt.
435. Insgesamt kommen wir zu dem Ergebnis, dass die ermittelten Unternehmenswerte der Vonovia sowie der Deutsche Wohnen innerhalb der auf Basis der Trading-Multiplikatoren abgeleiteten Wertbandbreite für den jeweiligen Marktwert des Eigenkapitals liegen. Die Plausibilitätskontrolle liefert somit keine Anhaltspunkte dafür, dass die mit Hilfe des Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswerte der Vonovia sowie der Deutsche Wohnen nicht angemessen seien.

b) NAV - Multiplikatoren

436. In der Bewertungspraxis wird insbesondere bei vermögensverwaltenden Gesellschaften teilweise ergänzend auf den Net-Asset-Value („NAV“) verwiesen. Hierzu führt der Bewertungsgutachter zutreffend aus, dass die NAV-Methode für Zwecke der Unternehmensbewertung nur eingeschränkt und für rein Vermögensverwaltende Gesellschaften ohne operatives Geschäft anwendbar ist.¹⁶⁹
437. Ungeachtet dessen haben wir zu Plausibilisierungszwecken Multiplikatoren auf Basis des NAV¹⁷⁰ als branchenübliche Messgröße im Verhältnis zu den Marktkapitalisierungen dieser Unternehmen analysiert. Hierzu haben wir ebenfalls auf die bereits dargestellte Peer Group zurückgegriffen.

¹⁶⁹ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 3.5.

¹⁷⁰ Unter Berücksichtigung des EPRA-NTA (soweit im jeweiligen Geschäftsbericht explizit angegeben), also der Net Tangible Assets. Gemäß EPRA-Definition wird der NTA u.a. unter der Annahme, dass An- und Verkauf von Immobilien stattfinden, ermittelt und latente Steuern zum Teil realisiert werden.

EPRA-NTA

	12/2023	06/2024	09/2024
in € million	ACT	ACT	ACT
Deutsche Wohnen SE	16.977	16.676	16.606
Vonovia SE	38.141	36.604	36.746
LEG Immobilien SE	9.380	9.129	9.265
TAG Immobilien AG	3.212	3.216	3.266
Grand City Properties SA	4.014	3.944	3.985

Source: Annual reports

Market capitalisation

	12/2023	06/2024	09/2024
in € million	ACT	ACT	ACT
Vonovia SE	23.250	21.847	26.932
LEG Immobilien SE	5.878	5.679	6.984
TAG Immobilien AG	2.316	2.399	2.915
Grand City Properties SA	1.755	1.862	2.179

Source: Annual reports, S&P Global Market Intelligence.

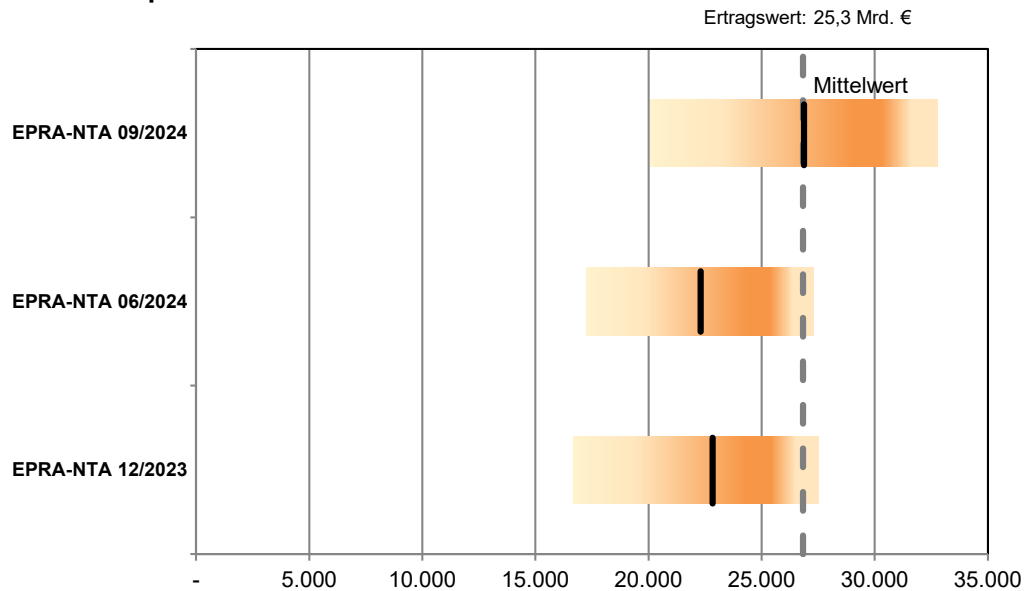
EPRA-NTA / market capitalisation

	12/2023	06/2024	09/2024
	ACT	ACT	ACT
Vonovia SE	0,61	0,60	0,73
LEG Immobilien SE	0,63	0,62	0,75
TAG Immobilien AG	0,72	0,75	0,89
Grand City Properties SA	0,44	0,47	0,55
Min	0,44	0,47	0,55
Max	0,72	0,75	0,89
Average	0,60	0,61	0,73
Median	0,62	0,61	0,74

Source: Own calculation

438. Die Bandbreite von Unternehmenswerten (Marktwert des Eigenkapitals) der Vonovia auf Basis von NAV- Multiplikatoren im Vergleich zu dem Ertragswert ist in der folgenden Grafik dargestellt:

Marktwert des Eigenkapitals der VONOVIA - NAV-Multiplikatoren



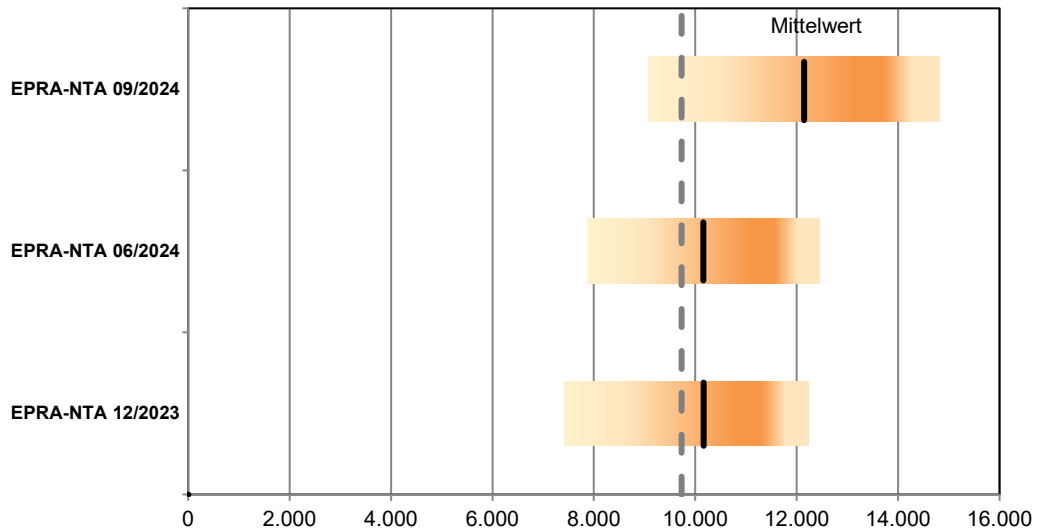
Marktwert des Eigenkapitals in Mio. €; Quelle: Geschäftsberichte der Peer Group, Eigene Analysen.

439. Die Bandbreite der Eigenkapitalwerte unter Berücksichtigung der NAV-Multiplikatoren beträgt für die Vonovia 16.673 Mio. € bis 32.794 Mio. €. Die Multiplikator-Bewertungen zeigen, dass der vom Bewertungsgutachter ermittelte Ertragswert in Höhe von 25.374 Mio. € innerhalb der ermittelten Bandbreite der NAV-Multiplikator-Analyse liegt.

440. Die Bandbreite von Unternehmenswerten (Marktwert des Eigenkapitals) der Deutsche Wohnen auf Basis von NAV- Multiplikatoren im Vergleich zu dem Ertragswert ist in der folgenden Grafik dargestellt:

Marktwert des Eigenkapitals der DEUTSCHE WOHNEN SE - NAV-Multiplikatoren

Ertragswert: 9,7 Mrd. €



Marktwert des Eigenkapitals in Mio. €; Quelle: Geschäftsberichte der Peer Group, Eigene Analysen.

441. Die Bandbreite der Eigenkapitalwerte unter Berücksichtigung der NAV-Multiplikatoren beträgt für die Deutsche Wohnen 7.421 Mio. € bis 14.820 Mio. €. Die Multiplikator-Bewertungen zeigen, dass der vom Bewertungsgutachter ermittelte Ertragswert in Höhe von 9.728 Mio. € innerhalb der ermittelten Bandbreite der NAV-Multiplikator-Analyse liegt.
442. Insgesamt kommen wir zu dem Ergebnis, dass die ermittelten Unternehmenswerte der Vonovia sowie der Deutsche Wohnen innerhalb der auf Basis der NAV-Multiplikatoren abgeleiteten Wertbandbreite für den jeweiligen Marktwert des Eigenkapitals liegen. Die Plausibilitätskontrolle liefert somit keine Anhaltspunkte dafür, dass die mit Hilfe des Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswerte der Vonovia sowie der Deutsche Wohnen nicht angemessen seien.

VI. Ableitung von angemessener Abfindung und angemessenem Ausgleich

a) Angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG in Form des Umtauschverhältnisses

443. Der aus dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert der Deutsche Wohnen quotat, d.h. durch Division durch die Anzahl der ausgegebenen Aktien (ohne eigene Aktien)¹⁷¹, ermittelte Wert je Aktie beträgt 24,51 €. Der als Wertuntergrenze zu berücksichtigende Börsenkurs der Deutsche Wohnen in Höhe von 19,81 € unterschreitet den auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten quotalen Wert je Aktie, so dass der Börsenkurs als Wertuntergrenze im vorliegenden Fall nicht anzusetzen ist.
444. Vor dem Hintergrund, dass den Aktionären der Deutsche Wohnen als Abfindung Aktien der Vonovia angeboten werden, ist aus unserer Sicht zu gewährleisten, dass das Umtauschverhältnis sicherstellt, dass diese Wertuntergrenze nicht unterschritten wird.
445. Der aus dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert der Vonovia, quotat, d.h. durch Division durch die Anzahl der ausgegebenen Aktien¹⁷², ermittelte Wert je Aktie beträgt 30,84 €.
446. Der als Wertuntergrenze zu berücksichtigende Börsenkurs der Vonovia in Höhe von 29,36 € unterschreitet den auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten quotalen Wert je Aktie, so dass unter Berücksichtigung der Methodengleichheit bei der Ermittlung des Umtauschverhältnisses der Ertragswert angewendet werden kann.
447. Für die Ermittlung der den ausscheidenden Aktionären der Deutsche Wohnen zu gewährenden Abfindung in Form des Umtauschverhältnisses wurde von der Vonovia somit der Ertragswert in Höhe von 30,84 €¹⁷³ je Aktie im Verhältnis zum Ertragswert der Deutsche Wohnen in Höhe von 24,51 € je Aktie herangezogen. Mithin ergibt sich ein rechnerisches Umtauschverhältnis in Höhe von 0,7947 Aktien der Vonovia für eine Aktie der Deutsche Wohnen.

¹⁷¹ 396.934.985 Aktien (ohne eigene Aktien).

¹⁷² 822.852.925 Aktien.

¹⁷³ Vgl. § 31 Abs. 7 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO.

448. Bei einem Umtauschverhältnis von 0,7947 Vonovia-Aktien für eine Deutsche Wohnen-Aktie ergibt sich auch bei Berücksichtigung des Drei-Monats-Durchschnittskurses der Vonovia in Höhe von 29,36 € ein Wert in Höhe von 23,33 € und somit oberhalb der Wertuntergrenze von 19,81 €.
449. Als Ergebnis unserer Prüfung stellen wir fest, dass die angebotene Abfindung in Form eines Umtauschverhältnisses von 0,7947 Vonovia-Aktien für eine Deutsche Wohnen-Aktie angemessen ist.
450. Bei der Bewertung der Deutsche Wohnen und der Vonovia sind keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG aufgetreten.
451. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 15. Dezember 2024 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der Deutsche Wohnen bzw. der Vonovia über den BGAV am 23. Januar bzw. 24. Januar 2024 wesentliche Veränderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der jeweiligen Unternehmenswerte bzw. des Umtauschverhältnisses ergeben, wären diese bei der Bemessung der Abfindung ergänzend zu berücksichtigen.

b) Angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG

452. Grundlage für die Ermittlung der Ausgleichszahlung ist der Unternehmenswert der Deutsche Wohnen zum 31. Dezember 2024/1. Januar 2025 in Höhe von 9.696,6 Mio. € (einschließlich der Sonderwerte). Zur Ermittlung der Ausgleichszahlung hat der Bewertungsgutachter hieraus den auf eine Aktie entfallenden Unternehmenswert in Höhe von 24,43 € je Aktie abgeleitet.¹⁷⁴
453. Bei Verrentung des Unternehmenswerts ist der Bewertungsgutachter von einem risiko- und laufzeitäquivalenten Zinssatz ausgegangen. Diesen hat er unter Würdigung der aus dem BGAV resultierenden spezifischen Risikosituation der außenstehenden Aktionäre nach dem Bonitätsaufschlag-Ansatz ermittelt. Vor dem Hintergrund, dass der BGAV eine Klausel enthält, nach der das Abfindungsangebot nach § 305 AktG bei Vertragsbeendigung (vorübergehend) wieder auflebt, verringert sich das Risiko der Minderheitsaktionäre, bei einer Kündigung des BGAV durch die Organträgerin von einer möglichen, für die Minderheitsaktionäre nachteiligen Veränderung des Verhältnisses der Werte der Deutsche Wohnen und der Vonovia betroffen zu sein.
454. Dementsprechend hat der Bewertungsgutachter nicht den (vollen) zur Ermittlung der Abfindung zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssatz herangezogen, sondern bei der Verzinsung des Unternehmenswerts der Deutsche Wohnen den Basiszinssatz zuzüglich eines Bonitätszuschlags (Credit Spread) der Vonovia in Höhe von 1,70 % – unter Berücksichtigung eines Dreimonatsdurchschnitts der Renditen länger laufender Anleihen der Vonovia – zu Grunde gelegt.¹⁷⁵ Der Verrentungszinssatz beträgt somit vor persönlichen Steuern 4,20 %.
455. Die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters ist in der Rechtsprechung anerkannt sowie in der Bewertungspraxis üblich für Fälle, in denen der BGAV eine Klausel zum Wiederaufleben des Abfindungsangebots bei Kündigung des BGAV beinhaltet.
456. Der Bewertungsgutachter hat keinen Wachstumsabschlag bei der Ableitung des Verrentungszinssatzes berücksichtigt. Da es sich um einen konstanten (nicht wachsenden) Betrag handelt, ist die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters sachgerecht.

¹⁷⁴ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 7.2.d).

¹⁷⁵ Vgl. Bewertungsgutachten, Abschnitt 7.2.a).

457. Aufgrund des BGH-Beschlusses vom 21. Juli 2003¹⁷⁶ hat der Bewertungsgutachter zur Berücksichtigung der Auswirkungen von möglichen Änderungen der Körperschaftsteuerbelastungen auf die Höhe der Ausgleichszahlungen den sog. Bruttogewinnanteil ermittelt. Der Bruttogewinnanteil entspricht der Verrentung des Unternehmenswertes vor Abzug von Körperschaftsteuer und beträgt 1,22 € je Aktie. Zur Ermittlung der Ausgleichszahlung ist vom Bruttogewinnanteil der von der Deutsche Wohnen zu entrichtende Betrag für die Körperschaftsteuer inkl. Solidaritätszuschlag in Abzug zu bringen. Die Körperschaftsteuer inkl. Solidaritätszuschlag beträgt zum Bewertungszeitpunkt 15,825 %.¹⁷⁷ Damit ergibt sich ein körperschaftsteuerlicher Abzugsbetrag von 0,19 € je Aktie.
458. Im Ergebnis hat der Bewertungsgutachter eine Ausgleichszahlung in Höhe von 1,03 € je Aktie der Deutsche Wohnen ermittelt.
459. Sollten sich in der Zeit zwischen Abschluss unserer Prüfung der Angemessenheit der Ausgleichszahlung am 15. Dezember 2024 und dem vorgesehenen Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der Deutsche Wohnen über den Abschluss des BGAV am 23. Januar 2024 wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der Deutsche Wohnen ergeben, so wären diese bei der Bemessung der Ausgleichszahlung noch zu berücksichtigen.

¹⁷⁶ Vgl. BGH, 21. Juli 2003, II ZB 17/01, WM 2003, S. 1859 ff.

¹⁷⁷ Bei Änderung der KSt-/SolZ-Steuersätze verändert sich die Ausgleichszahlung nach KSt/SolZ gem. § 4 Absatz 2 des Vertrags entsprechend.

E. Abschließende Erklärung

460. Nach dem abschließenden Ergebnis unserer pflichtmäßigen Prüfung gemäß §§ 293b Abs. 1, 293e Abs. 1 Satz 2 AktG auf Basis der uns vorgelegten Urkunden, Bücher und Schriften sowie der uns erteilten Auskünfte und Nachweise erklären wir Folgendes:
461. Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Vonovia und der Deutsche Wohnen entspricht den gesetzlichen Vorschriften.
462. Die festgelegte Abfindung in Form eines Umtauschverhältnisses in Höhe von 0,7947 Vonovia Aktien für eine Deutsche Wohnen Aktie ist angemessen.
463. Die Ausgleichszahlung vor persönlichen Steuern beträgt 1,03 € und ist angemessen.
464. Die angemessene Ausgleichszahlung nach § 304 AktG beträgt 1,22 € (Bruttogewinnanteil) je Aktie abzüglich eines von der Deutsche Wohnen zu entrichtenden Betrags für Körperschaftsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag. Dieser ist unter Berücksichtigung des jeweils für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Körperschaftsteuersatzes zu ermitteln. Bei der zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses geltenden Körperschaftsteuerbelastung (15 % KSt zzgl. 5,5 % SolZ)¹⁷⁸ ergibt sich ein Abzugsbetrag von 0,19 € je Stückaktie. Der festgelegte Ausgleich beträgt somit 1,03 € je Aktie der Deutsche Wohnen.
465. Der aus dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert der Deutsche Wohnen quotat, d.h. durch Division durch die Anzahl der Aktien¹⁷⁹, ermittelte Wert je Aktie beträgt 24,51 €. Da die Aktien der Gesellschaft börsengehandelt sind, war der durchschnittliche Börsenkurs der Aktien der Deutsche Wohnen in der Referenzperiode in Höhe von 19,81 € bei der Bemessung der Abfindung als Untergrenze zu beachten.
466. Die auf Basis der Ertragswerte durchgeführte Ermittlung des Umtauschverhältnisses und des Ausgleichs je Aktie durch den Bewertungsgutachter RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart, ist sachgerecht durchgeführt worden. Wir erachten die Ermittlung des Umtauschverhältnisses auf Basis der Ertragswerte der Deutsche Wohnen und der Vonovia als angemessen.
467. Besondere Schwierigkeiten gemäß § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG haben sich bei der Bewertung der Deutsche Wohnen und der Vonovia nicht ergeben.

¹⁷⁸ Bei Änderung der KSt-/SolZ-Steuersätze verändert sich die Ausgleichszahlung nach Kst/SolZ gem. § 4 Absatz 2 des BGAV entsprechend.

¹⁷⁹ 396.934.985 (ohne eigene Aktien).

468. Wir erteilen daher die abschließende Erklärung gemäß § 293e AktG wie folgt:

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die vorgesehene Abfindung von 0,7947 auf den Namen lautende Stückaktie der Vonovia SE für eine Aktie der Deutsche Wohnen SE angemessen. Ebenso ist die Ausgleichszahlung nach § 304 AktG i.H.v. 1,22 € je Stückaktie abzüglich eines von der Deutsche Wohnen SE zu entrichtenden Betrags für Körperschaftsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag angemessen. Bei der zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses geltenden Körperschaftsteuerbelastung von 15,0 % KSt zzgl. 5,5 % SolZ ergibt sich ein Abzugsbetrag von 0,19 € je Stückaktie. Die festgelegte Ausgleichszahlung beträgt somit 1,03 € je Stückaktie der Deutsche Wohnen SE für ein volles Geschäftsjahr und ist angemessen.“

Düsseldorf, den 15. Dezember 2024

I-ADVISE AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Dr. Jochen Beumer
Wirtschaftsprüfer



Frank Sichau
Wirtschaftsprüfer



ANLAGEN

Anlage 1: Kurzbeschreibung der Peer Group (ohne Deutsche Wohnen und Vonovia)

Die LEG Immobilien SE, Deutschland ist zusammen mit ihren Tochtergesellschaften als integriertes Immobilienunternehmen in Deutschland tätig. Das Unternehmen erbringt Dienstleistungen und verwaltet Kapitalbeteiligungen, ist in der Immobilienverwaltung und Standortentwicklung tätig, erbringt Dienstleistungen für Dritte und Dienstleistungen für die Wohnungswirtschaft und ist in der Strom- und Wärmeerzeugung tätig. Darüber hinaus bietet es IT-Dienstleistungen für Dritte und Verwaltungsdienstleistungen für Immobilien Dritter an. Das Immobilienportfolio des Unternehmens bestand aus Wohneinheiten, Gewerbeeinheiten sowie Garagen und Parkplätzen in Nordrhein-Westfalen. Die LEG Immobilien SE wurde 1970 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Düsseldorf, Deutschland.

Die TAG Immobilien AG, Deutschland ist ein Immobilienunternehmen, das sich mit dem Erwerb, der Entwicklung und der Verwaltung von Wohnimmobilien in Deutschland befasst. Das Unternehmen betreibt Wohnhäuser und Wohnungen. Es vermietet auch Gewerbeimmobilien. Das Unternehmen war früher unter dem Namen TAG Tegernsee Immobilien- und Beteiligungs-Aktiengesellschaft bekannt und wurde im September 2008 in TAG Immobilien AG umbenannt. Die TAG Immobilien AG wurde 1882 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Hamburg, Deutschland.

Grand City Properties S.A., Luxemburg ist im Wohnimmobiliengeschäft in Deutschland, Großbritannien und international tätig. Das Unternehmen investiert in Immobilien, verwaltet und vermietet diese in Nordrhein-Westfalen und Berlin, in den Metropolregionen Dresden, Leipzig und Halle, in den Städten im Norden Deutschlands, Bremen, Hamburg und Hannover sowie in anderen großen städtischen Zentren wie Nürnberg, München, Mannheim, Frankfurt und London. Grand City Properties S.A. wurde 2004 gegründet und hat seinen Sitz in Luxemburg, Luxemburg. Grand City Properties S.A. ist eine Tochtergesellschaft von Aroundtown SA.

Landgericht Berlin II

Az.: 102 AR 9/24 AktG

**Beschluss****In dem Verfahren**

nach §§ 293b, 293c AktG, Art. 9 Abs. 1 SE-VO

Beteiligte:

- 1) **Deutsche Wohnen SE**, vertreten durch d. Vorstand, Mecklenburgische Straße 57, 14197 Berlin
- Antragstellerin -
- 2) **Vonovia SE**, vertreten durch d. Vorstand, Universitätsstraße 133, 44803 Bochum
- Antragstellerin -

hat das Landgericht Berlin II - Kammer für Handelssachen 102 - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Pade als Einzelrichter am 02.10.2024 beschlossen:

Auf den Antrag der Antragstellerinnen vom 18. September 2024 wird die

I-ADVISE AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, vertreten durch d. Vorstand, Klaus-Bun-
gert-Straße 5 a, 40468 Düsseldorf

zur gemeinsamen Prüferin des zwischen den Beteiligten beabsichtigten Beherrschungs- und Ge-
winnabführungsvertrages bestellt.

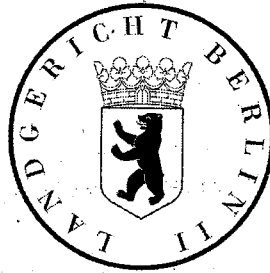
Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft erfüllt nach der dem Gericht gegenüber abgegebenen Erklä-
rung vom 5. September 2024 die Bedingungen des § 327 c Abs. 2 AktG und ist insbesondere
nicht nach § 319 Abs. 2 und 3 HGB von der Prüfertätigkeit ausgeschlossen.

Der sachverständigen Prüferin wird aufgegeben, je ein Exemplar ihres Prüfberichtes in gedruckter sowie elektronischer Form für das Gericht zu den Akten zu reichen.

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

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

Pade
Vorsitzender Richter am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
Berlin, 10.10.2024

Weber, JBesch
Urkundsbeamter der Geschäftsstelle
Durch maschinelle Bearbeitung beglaubigt
- ohne Unterschrift gültig

Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

zwischen der

Vonovia SE (Amtsgericht Bochum, HRB 16879)

- nachfolgend *Organträgerin* -

und der

Deutsche Wohnen SE (Amtsgericht Charlottenburg, HRB 190322 B)

- nachfolgend *Organgesellschaft* -

- Organträgerin und Organgesellschaft gemeinsam nachfolgend die *Parteien* -

§ 1

Leitung

- (1) Die Leitung der Organgesellschaft ist der Organträgerin unterstellt. Die Organträgerin ist demgemäß berechtigt, dem Vorstand der Organgesellschaft hinsichtlich der Leitung der Organgesellschaft Weisungen zu erteilen, denen der Vorstand der Organgesellschaft zu folgen verpflichtet ist. Die Organträgerin kann dem Vorstand der Organgesellschaft nicht die Weisung erteilen, diesen Vertrag zu ändern, aufrechtzuerhalten oder zu beenden.
- (2) Weisungen bedürfen der Textform (§ 126b des Bürgerlichen Gesetzbuches (*BGB*)), wobei diese Form insbesondere durch E-Mail und Fax gewahrt wird. Falls die Weisungen mündlich erteilt werden, sind sie unverzüglich in Textform zu bestätigen, wobei die Form auch hier insbesondere durch E-Mail und Fax gewahrt wird.

§ 2

Gewinnabführung

- (1) Die Organgesellschaft verpflichtet sich, erstmalig für das im Zeitpunkt der Eintragung dieses Vertrags im Handelsregister der Organgesellschaft laufende Geschäftsjahr, ihren ganzen Gewinn an die Organträgerin abzuführen. Es gelten die Bestimmungen des § 301 Aktiengesetz (*AktG*) (Höchstbetrag der Gewinnabführung) in seiner jeweils gültigen

Fassung; sollte im Falle zukünftiger Änderungen des § 301 AktG der Vertragswortlaut mit der gesetzlichen Regelung in Konflikt treten, geht diese vor.

- (2) Die Organgesellschaft kann mit in Textform erfolgender Zustimmung der Organträgerin Beträge aus dem Jahresüberschuss insoweit in die Gewinnrücklagen (§ 272 Absatz 3 Handelsgesetzbuch (*HGB*)) einstellen, als dies handelsrechtlich zulässig und bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist.
- (3) Während der Geltung dieses Vertrags gebildete andere Gewinnrücklagen nach § 272 Absatz 3 HGB sind – soweit rechtlich zulässig – auf in Textform erfolgendes Verlangen der Organträgerin aufzulösen und unter den Voraussetzungen des § 301 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung als Gewinn abzuführen. Sonstige Rücklagen und die Gewinnvorträge und -rücklagen, die aus der Zeit vor Geltung dieses Vertrags stammen, dürfen weder als Gewinn an die Organträgerin abgeführt noch zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags verwendet werden. Gleiches gilt für Kapitalrücklagen, gleich ob sie vor oder nach Inkrafttreten dieses Vertrags gebildet wurden.
- (4) Der Anspruch auf Gewinnabführung entsteht zum Ende des Geschäftsjahres der Organgesellschaft (Bilanzstichtag). Er wird jeweils mit Feststellung des Jahresabschlusses für das entsprechende Geschäftsjahr der Organgesellschaft fällig.

§ 3

Verlustübernahme

- (1) Die Organträgerin verpflichtet sich, erstmalig für das im Zeitpunkt der Eintragung dieses Vertrags im Handelsregister der Organgesellschaft laufende Geschäftsjahr, zur Verlustübernahme gemäß den Vorschriften des § 302 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung.
- (2) Die Verpflichtung gemäß Absatz (1) wird in jedem Fall zum Ende eines Geschäftsjahres der Organgesellschaft (Bilanzstichtag) fällig.

§ 4

Ausgleichszahlungen

- (1) Die Organträgerin garantiert und leistet, erstmalig für das im Zeitpunkt der Eintragung dieses Vertrags im Handelsregister der Organgesellschaft laufende Geschäftsjahr, für die Dauer des Vertrags den außenstehenden Aktionären der Organgesellschaft für jedes volle

Geschäftsjahr der Organgesellschaft eine jährlich wiederkehrende Geldleistung (**Ausgleichszahlung**).

- (2) Die Ausgleichszahlung beträgt für jedes volle Geschäftsjahr der Organgesellschaft für jede auf den Inhaber lautende Stückaktie der Organgesellschaft (Aktien ohne Nennbetrag) mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 brutto EUR 1,22 (**Bruttoausgleichsbetrag**) abzüglich eines von der Organgesellschaft hierauf zu entrichtenden Betrags für die Körperschaftsteuer sowie des Solidaritätszuschlags nach dem jeweils für diese Steuern für das jeweilige Geschäftsjahr geltenden Steuersatz, wobei der gesamte Bruttoausgleichsbetrag aus körperschaftsteuerlich belasteten Gewinnen der Deutsche Wohnen resultiert. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags gelangen daher auf den Bruttoausgleichsbetrag von EUR 1,22 je Aktie der Organgesellschaft 15 % Körperschaftsteuer zzgl. 5,5 % Solidaritätszuschlag hierauf, d.h. EUR 0,19, zum Abzug. Daraus ergibt sich nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags eine Ausgleichszahlung in Höhe von EUR 1,03 je Aktie der Organgesellschaft für ein volles Geschäftsjahr (**Nettoausgleichsbetrag**). Klargestellt wird, dass, soweit gesetzlich vorgeschrieben, anfallende Quellensteuern (etwa Kapitalertragsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag) von dem Nettoausgleichsbetrag einbehalten werden.
- (3) Die Ausgleichszahlung ist am ersten Bankarbeitstag nach der ordentlichen Hauptversammlung der Organgesellschaft für das abgelaufene Geschäftsjahr, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf dieses Geschäftsjahres fällig.
- (4) Endet der Vertrag während des laufenden Geschäftsjahres der Organgesellschaft, wird die Ausgleichszahlung bei sinngemäßer Anpassung der Beträge zeitanteilig gewährt.
- (5) Für den Fall der Durchführung von Kapitalmaßnahmen durch die Organgesellschaft erfolgt eine Anpassung der Ausgleichszahlung, soweit diese gesetzlich geboten ist.
- (6) Falls ein Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz eingeleitet wird und das Gericht rechtskräftig eine höhere Ausgleichszahlung festsetzt, können auch die bereits nach Maßgabe des § 5 abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichszahlungen verlangen, soweit gesetzlich vorgesehen.

§ 5

Abfindung

- (1) Die Organträgerin verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der Organgesellschaft dessen Aktien der Organgesellschaft gegen Gewährung von auf den Namen lautenden Stückaktien (Aktien ohne Nennbetrag) mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der Organträgerin von jeweils EUR 1,00 (**Abfindungsaktien**) im Umtauschverhältnis 0,7947 Abfindungsaktien je Aktie der Organgesellschaft (**Umtauschverhältnis**) zu erwerben.
- (2) Für Aktienspitzen auf Abfindungsaktien (**Aktienspitzen**) erfolgt ein Barausgleich. Für Zwecke des Barausgleichs werden zunächst für sämtliche Aktien, die an einem Liefertermin ausgegeben werden, auf einzelne Aktionäre entfallende Aktienspitzen zu vollen Aktienrechten zusammengelegt und die daraus bezogenen Abfindungsaktien durch die Deutsche Bank AG (**Abwicklungsstelle**) börslich veräußert; die Inhaber von Aktienspitzen erhalten einen Barausgleich in Höhe des ihren Aktienspitzen entsprechenden Anteils an dem jeweiligen Veräußerungserlös. Soweit nach Zusammenlegung von Aktienspitzen weiterhin Aktienspitzen bestehen, erfolgt ein Barausgleich in Höhe des anteiligen Schlusskurses der Abfindungsaktien im XETRA-Handel (oder einem entsprechenden Nachfolgesystem) an der Frankfurter Wertpapierbörse zwei Tage vor der jeweiligen Gutschrift des Barausgleichs durch die Abwicklungsstelle.
- (3) Die Verpflichtung der Organträgerin zum Erwerb der Aktien der Organgesellschaft endet zwei Monate nach dem Tage, an dem die Eintragung des Bestehens dieses Vertrags im Handelsregister der Organgesellschaft bekannt gemacht worden ist. Eine Verlängerung der Frist nach § 305 Absatz 4 Satz 3 AktG wegen eines Antrags auf Bestimmung des Ausgleichs oder der Abfindung durch das in § 2 SpruchG bestimmte Gericht bleibt unberührt. In diesem Fall endet die Frist zwei Monate nach dem Tag, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag im Bundesanzeiger bekannt gemacht worden ist.
- (4) Für den Fall der Durchführung von Kapitalmaßnahmen durch die Organträgerin oder die Organgesellschaft bis zum Ablauf der in Absatz (3) genannten Frist erfolgt eine Anpassung des Umtauschverhältnisses, soweit diese gesetzlich geboten ist.
- (5) Die Übertragung der Aktien der Organgesellschaft im Umtausch gegen die hierfür zu gewährenden Abfindungsaktien ist für die außenstehenden Aktionäre der Organgesellschaft kostenfrei, sofern sie über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen.

- (6) Falls ein Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz eingeleitet wird und das Gericht rechtskräftig eine höhere Abfindung festsetzt, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der Abfindung verlangen, soweit gesetzlich vorgesehen.
- (7) Endet dieser Vertrag aufgrund einer Kündigung der Organträgerin zu einem Zeitpunkt, zu dem die in § 5 Absatz (3) bestimmte Frist zur Annahme der Abfindung nach § 5 Absatz (1) bereits abgelaufen ist, ist die Organträgerin verpflichtet, auf Verlangen eines jeden zu diesem Zeitpunkt außenstehenden Aktionärs der Organgesellschaft dessen Aktien der Organgesellschaft gegen Gewährung von auf den Namen lautenden Stückaktien (Aktien ohne Nennbetrag) mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der Organträgerin von jeweils EUR 1,00 zu dem in § 5 Absatz (1) genannten Umtauschverhältnis zu erwerben. Falls die Abfindung nach § 5 Absatz (1) für jede Aktie der Organgesellschaft durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren erhöht wird, wird die Organträgerin die von dem außenstehenden Aktionär angebotenen Aktien der Organgesellschaft zu dem im Spruchverfahren festgesetzten Umtauschverhältnis erwerben. Diese Verpflichtung der Organträgerin unter diesem § 5 Absatz (7) ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung der Beendigung des Vertrags im Handelsregister der Organgesellschaft nach § 10 des Handelsgesetzbuches bekannt gemacht worden ist. § 5 Absatz (4) und (5) gelten entsprechend.

§ 6

Wirksamwerden und Dauer

- (1) Der Vertrag wird unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Hauptversammlung der Organträgerin und der Hauptversammlung der Organgesellschaft geschlossen. Er wird mit seiner Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der Organgesellschaft wirksam und gilt – mit Ausnahme des Weisungsrechts nach § 1 – rückwirkend ab dem Beginn des im Zeitpunkt der Eintragung dieses Vertrags im Handelsregister des Sitzes der Organgesellschaft laufenden Geschäftsjahres der Organgesellschaft. Das Weisungsrecht gilt erst mit Eintragung des Vertrags im Handelsregister des Sitzes der Organgesellschaft.
- (2) Die Organträgerin kann von diesem Vertrag bis zu dem Zeitpunkt seiner Eintragung in das Handelsregister der Organgesellschaft jederzeit schriftlich ohne Angabe von Gründen zurücktreten.
- (3) Der Vertrag gilt unbefristet. Er kann schriftlich unter Einhaltung einer Kündigungsfrist von sechs Monaten nur zum Ende des Geschäftsjahres der Organgesellschaft ordentlich gekündigt werden. Eine ordentliche Kündigung ist jedoch, unbeschadet des Rechts der

Kündigung aus wichtigem Grund, erstmals zum Ende des Geschäftsjahres der Organgesellschaft möglich, mit dessen Ablauf die steuerliche Mindestlaufzeit im Sinne des § 14 Absatz 1 Satz 1 Nr. 3 i.V.m. § 17 Körperschaftsteuergesetz (*KStG*), § 2 Absatz 2 Satz 2 Gewerbesteuergesetz in der jeweils gültigen Fassung erfüllt ist (nach derzeitiger Rechtslage fünf Zeitjahre; nachfolgend *Mindestlaufzeit*).

- (4) Zur Kündigung sind die Parteien insbesondere berechtigt, wenn
- (a) wegen einer Anteilsveräußerung oder aus anderen Gründen die Voraussetzungen einer finanziellen Eingliederung der Organgesellschaft in die Organträgerin im steuerrechtlichen Sinne nach Vollzug der jeweiligen Maßnahme nicht mehr vorliegen;
 - (b) die Organträgerin die Beteiligung an der Organgesellschaft in ein anderes Unternehmen einbringt;
 - (c) das Insolvenzverfahren über das Vermögen der Organträgerin eröffnet wird;
 - (d) der andere Vertragsteil voraussichtlich nicht in der Lage sein wird, seine auf Grund des Vertrags bestehenden Verpflichtungen zu erfüllen (§ 297 Absatz 1 Satz 2 AktG);
 - (e) die Organträgerin oder die Organgesellschaft verschmolzen, gespalten oder liquidiert wird;
 - (f) die Organträgerin oder die Organgesellschaft einen Formwechsel in eine Personengesellschaft vornimmt; oder
 - (g) ein von der Finanzverwaltung für die vorzeitige Beendigung eines Gewinnabführungsvertrags anerkannter wichtiger Grund vorliegt.
- (5) Wird die Wirksamkeit dieses Vertrags oder seine ordnungsgemäße Durchführung steuerlich nicht oder nicht vollständig anerkannt, so sind sich die Parteien darüber einig, dass die Mindestlaufzeit jeweils erst am ersten Tag desjenigen Geschäftsjahres der Organgesellschaft beginnt, für welches die Voraussetzungen für die steuerliche Anerkennung seiner Wirksamkeit oder seiner ordnungsgemäßen Durchführung erstmalig oder erstmalig wieder vorliegen.

§ 7

Salvatorische Klausel

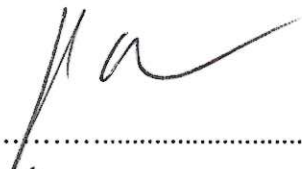
- (1) Hinsichtlich Änderungen und Ergänzungen dieses Vertrags gilt § 295 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung.
- (2) Weiterhin bedürfen Änderungen und Ergänzungen dieses Vertrags der Schriftform, sofern nicht notarielle Beurkundung vorgeschrieben ist. Dies gilt auch für eine Aufhebung dieses Schriftformerfordernisses.
- (3) Sollte eine Bestimmung dieses Vertrags ganz oder teilweise unwirksam, undurchführbar oder nicht durchsetzbar sein oder werden, werden die Wirksamkeit, Durchführbarkeit und Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen dieses Vertrags hiervon nicht berührt. Anstelle der unwirksamen, undurchführbaren oder nicht durchsetzbaren Bestimmung soll eine Bestimmung gelten, die dem wirtschaftlichen Ergebnis der unwirksamen, undurchführbaren oder nicht durchsetzbaren Bestimmung in zulässiger Weise am nächsten kommt. Wenn der Vertrag eine Regelungslücke enthalten sollte, soll eine Regelung gelten, die von den Parteien im Hinblick auf ihre wirtschaftliche Absicht getroffen worden wäre, wenn sie die Regelungslücke erkannt hätten.
- (4) Die Parteien vereinbaren, dass durch das Vorstehende nicht nur eine Beweislastumkehr eintritt, sondern auch die Anwendbarkeit des § 139 BGB ausgeschlossen ist. Die Parteien erklären ausdrücklich, dass dieser Vertrag keine rechtliche Einheit (§ 139 BGB) mit anderen Rechtsgeschäften oder Vereinbarungen, die zwischen den Parteien getätigt oder abgeschlossen wurden oder werden, bildet oder bilden soll.
- (5) Die Auslegung der vorgenannten Vereinbarungen orientiert sich im Zweifel an den Wirksamkeitsvoraussetzungen einer steuerrechtlichen Organschaft (§§ 14 ff. KStG).

[Unterschriftenseiten folgen]

Vonovia SE

Der Vorstand

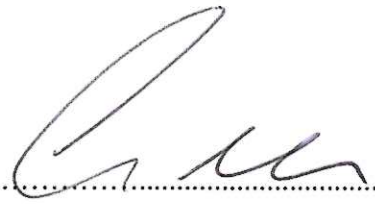
Bochum, den 15. Dezember 2024



.....

Rolf Buch

Mitglied des Vorstands, CEO



.....

Philip Grosse

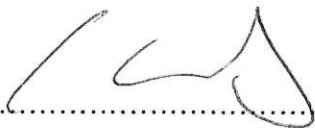
Mitglied des Vorstands, CFO

[Unterschriftenseite BGAV Vonovia SE und Deutsche Wohnen SE]

Deutsche Wohnen SE

Der Vorstand

Berlin, den 15. Dezember 2024



.....
Lars Urbansky
Mitglied des Vorstandes, CEO



.....
Olaf Weber
Mitglied des Vorstandes, CFO

[Unterschriftenseite BGAV Vonovia SE und Deutsche Wohnen SE]

Allgemeine Auftragsbedingungen

für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2024

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

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

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

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

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

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

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

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

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an Streitbelegungsverfahren vor einer Verbraucherschlichtungsstelle im Sinne des § 2 des Verbraucherschlichtungsgesetzes teilzunehmen.

15. Anzuwendendes Recht

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