

Bericht über die Prüfung des Beherrschungsvertrags
gemäß § 293 b AktG zwischen der
TLG IMMOBILIEN AG, Berlin, und der
WCM Beteiligungs- und Grundbesitz- Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main

BBWP GMBH

INHALTSVERZEICHNIS

ANLAGEN	6
A. Auftrag und Auftragsdurchführung	7
B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung	14
I. Prüfungsgegenstand	14
II. Bericht über den Beherrschungsvertrag	14
III. Prüfungsbericht	15
C. Prüfung der Angemessenheit des Ausgleichs und der Abfindung.....	18
I. Inhalt des Beherrschungsvertrags	18
1. Beteiligte Gesellschaften	18
2. Leitung und Weisungen.....	18
3. Verlustübernahme	18
4. Ausgleich	19
5. Abfindung	20
6. Wirksamkeit und Dauer	21
7. Ergebnis.....	21
II. Art des Ausgleiches und der Abfindung.....	21
1. Ausgleich gemäß § 304 AktG.....	21
2. Abfindung gemäß § 305 AktG	22
III. Angaben zur Bewertungsmethodik.....	23
1. Bewertungsgrundsätze.....	23
1.1 Vorbemerkungen.....	23
1.2. Ertragswert und Wert nach dem DCF Verfahren	23
1.3. Net Asset Value	25
1.4. Liquidationswert	26
1.5. Substanzwert	27
1.6. Vergleichsorientierte Bewertung.....	27
1.7. Börsenkurs.....	28
2. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung des Ausgleiches	29
3. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Abfindung	30
IV. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen.....	31
1. Ermittlung der Unternehmenswerte anhand des Ertragswertverfahrens	31
1.1. Vorgehensweise.....	31
1.2. Bewertungsobjekte.....	31
1.3. Bewertungsstichtag	37
1.4. Bewertungsverfahren	38
1.5. Vergangenheitsbereinigung.....	39

1.6. Synergien.....	49
1.7. Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse WCM	52
1.7.1. Zugrundeliegende Planung und Planungsprozess	52
1.7.2. Planungstreue	52
1.7.3. Planungsplausibilisierung	54
1.7.4. Finanzergebnis.....	75
1.7.5. Unternehmenssteuern	76
1.7.6. Minderheitenanteile	77
1.7.7. Ableitung der finanziellen Überschüsse.....	77
1.7.8. Darstellung der finanziellen Überschüsse.....	79
1.8. Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse TLG	79
1.8.1. Zugrundeliegende Planung und Planungsprozess	79
1.8.2. Planungstreue	80
1.8.3. Planungsplausibilisierung	81
1.8.4. Finanzergebnis.....	88
1.8.5. Unternehmenssteuern	89
1.8.6. Minderheitenanteile	90
1.8.7. Ableitung der finanziellen Überschüsse.....	90
1.8.8. Darstellung der finanziellen Überschüsse.....	92
1.9. Kapitalisierungszinssatz	93
1.10. Unternehmenswert der WCM	111
1.11. Unternehmenswert der TLG	113
1.12. Umtauschverhältnis.....	115
1.13. Plausibilisierung der Unternehmenswerte	116
2. Angemessenheit des Ausgleichs und der Abfindung	122
2.1 Allgemeine Börsenkursentwicklung	122
2.2 Maßgeblicher Referenzzeitraum.....	124
2.3 Relevanz des Börsenkurses als Wertuntergrenze und zur Plausibilisierung	125
2.4 Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	127
2.5 Abfindung und Ausgleich.....	128
D. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit des vorgeschlagenen Ausgleichs und der vorgeschlagenen Abfindung	135

BBWP GMBH

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

A	Actual
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AktZ	Aktenzeichen
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsrecht
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
Bloomberg LP	Bloomberg LP, London/Großbritannien
bspw.	beispielsweise
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvR	Bundesverfassungsrichter
bzw.	beziehungsweise
c.p.	ceteris paribus
ca.	circa
CAGR	Compound Annual Growth Rate (annualisierte Wachstumsrate)
CAPEX	Brutto Investitionen
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
d.h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktien Index
DCF	Discount Cash-Flow
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
EBT	Earnings before taxes
EPRA	European Public Real Estate Association
EStG	Einkommensteuergesetz
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EV	Gesamtunternehmenswert
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FFO	Funds from operations
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregisterblatt
i.d.F.	in der Fassung
i.S.d.	im Sinne des

BBWP GMBH

i.V.m. IDW S 1	in Verbindung mit Standard IDW S 1 "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" Stand 2. April 2008
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer e.V.
IFRS	International Financial Reporting Standards
inkl.	Inklusive
InsO	Insolvenzordnung
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
LP	Limited Partnership
mbH	mit beschränkter Haftung
Mio.	Million
Mrd.	Milliarde
NAV	Net Asset Value
Nr.	Nummer
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum
Q	Quartal
rd.	rund
S.	Seite
sog.	sogenannte (r)
SDAX	Small-Cap-DAX
SE	Societas Europaea
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
SWOT	Modell zur Analyse von Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells sowie Gegebenheiten und Gefahren des Markt- und Wettbewerbesumfeldes
Tax-CAPM	Tax-Capital Asset Pricing Model
Txt	Textziffer
u.a.	unter anderem
u.U	unter Umständen
UW	Gesamtunternehmenswert
vgl.	vergleiche
WPg	Die Wirtschaftsprüfung, Fachzeitschrift
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WPO	Wirtschaftsprüferordnung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z.B.	zum Beispiel
zzgl.	zuzüglich

BBWP GMBH

ANLAGEN

1. Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 17. August 2017
2. Berichtigter Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 20. September 2017
3. Beherrschungsvertrag zwischen der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz- Aktiengesellschaft vom 6. Oktober 2017
4. Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017

BBWP GMBH

A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

Die

TLG IMMOBILIEN AG, Berlin,

(im Folgenden auch "TLG")

und die

WCM Beteiligungs- und Grundbesitz- Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main (im Folgenden auch "WCM"),

haben am heutigen Tage einen Beherrschungsvertrag (im Folgenden auch "Unternehmensvertrag") gemäß § 291 AktG zwischen der TLG als herrschendem Unternehmen und der WCM als beherrschtem Unternehmen geschlossen. Die Absicht wurde am 29. September 2017 von der TLG und der WCM bekanntgegeben. Über den Abschluss des Beherrschungsvertrags sollen die außerordentlichen Hauptversammlungen der WCM am 17. November 2017 bzw. der TLG am 22. November 2017 beschließen.

Den außenstehenden Aktionären der WCM soll ein Angebot auf Erwerb ihrer Aktien gemäß Abfindung (§ 305 AktG) in Form von neu auszugebenden Aktien der TLG mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der TLG von jeweils EUR 1,00 (im Folgenden auch "Abfindungsaktien") gemacht und für die Dauer des Beherrschungsvertrags ein fester Ausgleich (im Folgenden auch "Ausgleich") in Form einer Garantiedividende (§ 304 AktG) gewährt werden.

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

Durch Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 17. August 2017 und 20. September 2017 (Anlage 1 und Anlage 2) wurde die BBWP GmbH Wirtschafts-

BBWP GMBH

prüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zum gemeinsamen Vertragsprüfer gemäß § 293 c Abs. 1 HGB bestellt.

Die Prüfung haben wir gemäß §§ 293 b und 293 e AktG durchgeführt.

Im Rahmen der Vertragsprüfung nach § 293 b AktG ist zu prüfen, ob der vorgeschlagene Ausgleich (§ 304 AktG) und die vorgeschlagene Abfindung (§ 305 AktG) jeweils angemessen sind. Darüber hinaus haben wir geprüft, ob der Beherrschungsvertrag den gesetzlichen Anforderungen entspricht, d.h. vollständig und richtig ist.

Die TLG hält zum 6. Oktober 2017 unmittelbar insgesamt 117.505.327 WCM-Aktien, was einem Anteil von rund 85,89 % am Grundkapital der Stimmrechte der WCM entspricht.

Bei der Ermittlung des angemessenen Ausgleichs und der angemessenen Abfindung haben sich die Vorstände der TLG und der WCM der sachverständigen Unterstützung durch die ValueTrust Financial Advisors SE, München, (im Folgenden auch "Bewertungsgutachter" oder "ValueTrust") bedient, die hierzu am 4. Oktober 2017 eine gutachterliche Stellungnahme (finale Fassung) abgegeben hat. Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir in die Bewertungsunterlagen Einsicht genommen und die Bewertung rechnerisch anhand des Bewertungsmodells von ValueTrust und unserer eigenen Berechnungen nachvollzogen.

Wir haben unsere Prüfung am 17. August 2017 aufgenommen und im Wesentlichen in unseren Büroräumen in Düsseldorf sowie bei ValueTrust in Frankfurt durchgeführt. Unsere Prüfung haben wir am 6. Oktober 2017 15.30 Uhr abgeschlossen.

Unsere Prüfung erfolgte dabei zeitlich sowohl nachgelagert als auch parallel zu den Arbeiten des Bewertungsgutachters. Dabei haben wir die Prüfungshandlungen nach Fertigstellung und Vorlage von Teilergebnissen durch den Bewertungsgutachter vorgenommen. Unser Prüfungsurteil haben wir unabhängig sowie eigenverantwortlich gefällt. Einzelne Punkte wurden im Verlauf der Prüfung eingehend diskutiert. Unterschiedliche Auffassungen mit Einfluss auf das Bewertungsergebnis bestanden nicht.

BBWP GMBH

Für die Prüfung standen insbesondere nachfolgende Unterlagen zur Verfügung:

- Beherrschungsvertrag zwischen der TLG und der WCM mit Datum vom 6. Oktober 2017;
- Gemeinsamer Bericht des Vorstandes der TLG und des Vorstandes der WCM gemäß § 293 a AktG über einen Beherrschungsvertrag ("Vertragsbericht") mit Datum vom 6. Oktober 2017;
- Vom Vorstand verabschiedete Unternehmensplanung der TLG für die Geschäftsjahre 2017 bis 2021;
- Vom Vorstand verabschiedete Unternehmensplanung der WCM für die Geschäftsjahre 2017 bis 2021;
- Gutachterliche Stellungnahme der ValueTrust zur Ermittlung der Unternehmenswerte der TLG und der WCM vom 4. Oktober 2017 als Grundlage zur Bestimmung der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG sowie des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG im Rahmen des beabsichtigten Beherrschungsvertrages zwischen den beiden Gesellschaften einschließlich vorangegangener Entwürfe ("gutachterliche Stellungnahme ValueTrust");
- Bewertungsmodell der ValueTrust zur Ermittlung der relevanten Bewertungsparameter und der angemessenen Abfindung und des Ausgleichs;
- Handelsregisterauszüge der TLG und der WCM vom 6. Oktober 2017;
- Aktuelle Satzungen der TLG und der WCM;
- Geschäftsberichte der TLG und der WCM für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016;
- Berichte über die Prüfung der IFRS-Konzernabschlüsse und der Konzernlageberichte der TLG zum 31. Dezember 2014, 2015 und 2016 der Ernst & Young Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin;
- Berichte über die Prüfung der IFRS-Konzernabschlüsse und der Konzernlageberichte der WCM zum 31. Dezember 2014, 2015 und 2016 der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main;
- Halbjahresfinanzbericht zum 30. Juni 2017 der TLG;
- Halbjahresfinanzbericht zum 30. Juni 2017 der WCM;
- Gemeinsame Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats der WCM gemäß § 27 Abs. 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes zum frei-

BBWP GMBH

willigen Übernahmeangebot der TLG für die Aktionäre der WCM vom 4./7. Juli 2017;

- Bescheid über die gesonderte Feststellung des verbleibenden Verlustvortrags zur Körperschaftsteuer zum 31. Dezember 2015 der WCM vom 2. Juni 2017;
- Bescheid über die gesonderte Feststellung des vortragsfähigen Gewerbeverlustes auf den 31. Dezember 2015 der WCM vom 2. Juni 2017;
- Bescheid zum 31. Dezember 2015 über die gesonderte Feststellung von Besteuerungsgrundlagen nach § 27 Abs. 2 und § 28 Abs. 1 Satz 3 KStG der WCM vom 2. Juni 2017;
- Excel Berechnung zur Steuererklärung 2016 der WCM;
- Bescheid über die gesonderte Feststellung des verbleibenden Verlustvortrags zur Körperschaftsteuer zum 31. Dezember 2015 der TLG vom 19. Dezember 2016;
- Bescheid zum 31. Dezember 2015 über die gesonderte Feststellung von Besteuerungsgrundlagen nach § 27 Abs. 2 und § 28 Abs. 1 Satz 3 KStG der TLG vom 19. Dezember 2016;
- Bescheid über die gesonderte Feststellung des vortragsfähigen Gewerbeverlustes auf den 31. Dezember 2015 der TLG vom 19. Dezember 2016;
- Bericht über die Bestätigung gemäß § 8.5. der Vereinbarung zwischen der TLG und der WCM vom 10. Mai 2017;
- Memorandum der TLG über latente Steueransprüche auf nicht genutzte steuerliche Verluste nach IAS 12 vom 6. Februar 2017;
- Antrag auf Änderung der steuerlichen Verlustvorträge bei der TLG vom 21. Oktober 2016;
- Grundsatzvereinbarung zwischen der TLG und der WCM betreffend den Zusammenschluss beider Unternehmen im Wege eines Umtauschangebots vom 10. Mai 2017; und
- Diverse Marktstudien.

Weitere Auskünfte wurden uns im Wesentlichen von Vorstandsmitgliedern und Mitarbeitern der TLG, der WCM sowie seitens des Bewertungsgutachters erteilt. Darüber hinaus haben wir auf öffentlich zugängliche Informationen sowie Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.

BBWP GMBH

Die als Bewertungsbasis dienenden Unternehmensplanungen sowie Arbeitspapiere zur Bewertung haben wir erhalten, mit den benannten Auskunftspersonen der TLG, der WCM und des Bewertungsgutachters in Telefonkonferenzen sowie in den Büroräumen von ValueTrust in Frankfurt am Main in Gesprächen erörtert und auf ihre Plausibilität überprüft.

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

Alle erbetenen Unterlagen, Auskünfte, Erläuterungen und Informationen sind uns erteilt worden. Die Vorstände der TLG und der WCM haben uns gegenüber jeweils eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns sämtliche für unsere Prüfung relevanten Informationen und Unterlagen zur Verfügung gestellt worden sind und dass diese richtig und vollständig sind. Die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Inhalt des Beherrschungsvertrags liegt bei der TLG und der WCM.

Bei unserer Prüfung haben wir die Stellungnahme des Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V., Düsseldorf, IDW-Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen in der Fassung von 2008 mit Stand vom 4. Juli 2016 (IDW S 1 i.d.F. 2008) beachtet.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Konzern- bzw. Jahresabschlüsse sowie der Lageberichte der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind nicht Gegenstand unserer Prüfung

BBWP GMBH

des Ausgleichs und der Abfindung. Die Abschlussprüfer haben die Konzernabschlüsse der Gesellschaften für die Stichtage zum 31. Dezember 2014, 2015 und 2016 mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk testiert. Hinsichtlich der Vollständigkeit der uns vorliegenden Jahres- und Konzernabschlüsse sowie Lageberichte und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir insofern von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 6. Oktober 2017, 15.30 Uhr, und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der beabsichtigten Hauptversammlung der WCM am 17. November 2017 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf die Bemessung des Ausgleichs und der Abfindung auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.

Unser Prüfungsbericht wurde ausschließlich im Zusammenhang mit dem beabsichtigten Abschluss eines Beherrschungsvertrags gemäß § 291 AktG zwischen der TLG und der WCM erstellt und darf ausschließlich für diese Zwecke verwendet werden. Dies umfasst insbesondere die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der Hauptversammlungen der TLG und der WCM, in denen jeweils über den Abschluss des Beherrschungsvertrags entschieden wird, einschließlich dessen Veröffentlichung auf den Internetseiten der Gesellschaften, der Versendung an die Aktionäre und der Auslage im Vorfeld sowie in den beschlussfassenden Hauptversammlungen sowie die Vorlage beim jeweils zuständigen Gericht. Uneingeschränkt und ohne weitere Voraussetzungen zulässig ist weiterhin der Verweis auf den Prüfungsbericht und dessen Ergebnisse im Bericht der Vorstände der Vertragsparteien gemäß § 293 a AktG sowie die Einreichung der englischsprachigen Übersetzung des Prüfungsberichts ("convenience translation") bei der U.S. Securities and Exchange Commission sowie die entsprechende Veröffentlichung auf deren Internetseite.

Der Bericht ist nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für andere als die zuvor genannten Zwecke bestimmt. Ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung darf der Bericht außerhalb der vorgesehenen Zwecke nicht an Dritte weitergegeben werden.

Für die Durchführung unseres Auftrags und unserer Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage 4 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen

BBWP GMBH

für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgebend. Wir weisen insbesondere auf Ziffer 9 (2) der Allgemeinen Auftragsbedingungen hin, wonach in Fällen denkbarer Schäden, die auf Fahrlässigkeit beruhen, der Haftungsrahmen nach § 54 a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf EUR 4 Mio. beschränkt ist. Diese Haftungsbeschränkung gilt gegenüber allen Adressaten (Adressaten im Sinne dieser Regelung sind die Parteien, die unter den oben genannten Bedingungen Zugang zu unserem Bericht erhalten haben), die als Gesamtgläubiger gemäß § 428 des Bürgerlichen Gesetzbuchs diese Haftung nur einmal in Anspruch nehmen können.

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

BBWP GMBH

B. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG

I. Prüfungsgegenstand

Der Gegenstand und der Umfang der Vertragsprüfung ergeben sich aus den §§ 293 b und 293 e AktG.

In rechtlicher Hinsicht ist Gegenstand der Vertragsprüfung, ob der Unternehmensvertrag den gesellschaftsrechtlich erforderlichen Mindestinhalt eines Beherrschungsvertrags nach der Definition des § 291 Abs. 1 AktG enthält. In § 291 Abs. 1 AktG wird der Beherrschungsvertrag gesetzlich definiert. Darüber hinaus enthält das Aktiengesetz in verschiedenen Vorschriften weitere Vorgaben für den Mindestinhalt eines Unternehmensvertrags (insbesondere §§ 304, 305 AktG).

Nach § 293 e AktG hat der Vertragsprüfer daneben zu prüfen, ob der vorgeschlagene Ausgleich oder die vorgeschlagene Abfindung angemessen sind. Die Prüfung erstreckt sich demzufolge darauf, ob die der Bestimmung des Ausgleichs und der Abfindung zugrunde gelegten Methoden den allgemein anerkannten Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen entsprechen, ob die hierbei zugrunde gelegten Daten fachgerecht abgeleitet sind und ob die Zukunftseinschätzungen plausibel erscheinen. Es ist dagegen nicht die Aufgabe des Vertragsprüfers, die für die Ausgleichszahlung und Abfindung erforderlichen Unternehmensbewertungen selbst vorzunehmen bzw. eine eigene Bewertung an die Stelle des Bewertungsgutachters zu setzen.

Auch muss der Vertragsprüfer bei seiner Prüfung im Sinne von § 293 b AktG die wirtschaftliche Zweckmäßigkeit des Unternehmensvertrags nicht prüfen.

II. Bericht über den Beherrschungsvertrag

Gemäß § 293 a AktG hat der Vorstand jeder an einem Unternehmensvertrag beteiligten Aktiengesellschaft, soweit die Zustimmung der Hauptversammlung nach § 293 AktG erforderlich ist und der Befreiungstatbestand des § 293 a Abs. 3 AktG nicht vorliegt, einen ausführlichen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem der Abschluss des Beherrschungsvertrags, der Vertrag im Einzelnen und insbesondere Art und Höhe des Ausgleichs nach § 304 AktG und der Abfindung nach § 305 AktG

rechtlich und wirtschaftlich erläutert und begründet werden. Die Beurteilung des Berichts der Vertretungsorgane ist nicht Gegenstand der Vertragsprüfung. Soweit der Bericht den im Unternehmensvertrag vorgeschlagenen Ausgleich und die Abfindung und deren Ermittlung erläutert und begründet, können diese Ausführungen im Rahmen der Prüfung der Angemessenheit herangezogen werden.

III. Prüfungsbericht

Der Vertragsprüfer hat über das Ergebnis der Prüfung gemäß § 293 e Abs. 1 Satz 1 AktG schriftlich zu berichten. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob der vorgeschlagene Ausgleich oder die vorgeschlagene Abfindung angemessen ist. Im Bericht ist dabei anzugeben:

- Nach welchen Methoden Ausgleich und Abfindung ermittelt worden sind;
- Aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methode angemessen ist; und
- 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 oder der vorgeschlagenen Abfindung und der ihnen zugrundeliegenden Werte beigemessen worden ist und welche besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung der vertragsschließenden Unternehmen aufgetreten sind.

In unserem Bericht sollen wir im Interesse der Steigerung der Transparenz und Akzeptanz der Prüfung nach Maßgabe des Beschlusses des Landgerichts Frankfurt am Main auch zu folgenden Punkten Stellung beziehen und Ausführungen machen:

- An welchem Ort, in welcher Weise und zu welcher Zeit die Prüfung erfolgt ist;
- Über die Art der Zusammenarbeit mit dem ggf. von der Hauptaktionärin beauftragten Bewertungsgutachter, zu Diskussionen über kritische Punkte sowie insbesondere in welchen Punkten divergierende Auffassungen des Sachver-

ständigen Prüfers zu denen des sogenannten Bewertungsgutachters bestanden und weshalb die Auffassung des Prüfers oder des sog. Bewertungsgutachters letztlich vorzugswürdig ist.

- Darstellung der Quellen des Prüfers, aus welchen die für die Bemessung des Ertragswertes benutzten Parameter (Basiszins, Wachstumsabschlag, Überrenditen, Risikozuschlag (bei Anwendung der CAPM oder TAX-CAPM: Beta-Faktor, u.U. Zusammensetzung einer "peer-group")) abgeleitet worden sind und warum gerade dieses Indize und/oder gegriffenen Zeitspannen anderen, ebenfalls in Betracht kommenden gegenüber vorzugswürdig sind.
- Explizite Darstellung und Begründung von vorgenommenen Bereinigungen der Vergangenheitsergebnisse um bestimmte außergewöhnliche Aufwendungen und Erträge.
- Explizite Darstellung und Begründung von vorgenommenen Bereinigungen der prognostizierten Unternehmenserträge sowie Darstellung der Quellen der übernommenen Unternehmensplanungen.

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

BBWP GMBH

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

C. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DES AUSGLEICHS UND DER ABFINDUNG

I. Inhalt des Beherrschungsvertrags

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

Zum notwendigen Mindestinhalt des uns zur Prüfung vorgelegten Beherrschungsvertrags vom 6. Oktober 2017 stellen wir Folgendes fest:

1. Beteiligte Gesellschaften

Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften werden im Beherrschungsvertrag genannt.

2. Leitung und Weisungen

Die WCM unterstellt gemäß § 1 des Beherrschungsvertrags die Leitung ihrer Gesellschaft der TLG. Die TLG ist demgemäß berechtigt, dem Vorstand der WCM hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft sowohl allgemeine als auch auf Einzelfälle bezogene Weisungen zu erteilen. Eine Weisung diesen Vertrag aufrechtzuerhalten, zu ändern oder zu beenden, darf nicht erteilt werden. Der Vorstand der WCM ist verpflichtet, den Weisungen der TLG Folge zu leisten.

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

3. Verlustübernahme

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

BBWP GMBH

Die Vertragsparteien haben demnach eine Ausgleichsverpflichtung der TLG gegenüber der WCM nach § 302 Abs. 1 AktG vereinbart.

4. Ausgleich

Die TLG garantiert gemäß § 4 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags den außenstehenden Aktionären der WCM für die Dauer des Vertrags einen jährlich festen Ausgleich in Form einer Garantiedividende, erstmals für das Geschäftsjahr, in dem der Vertrag wirksam wird. Endet der Beherrschungsvertrag während des laufenden Geschäftsjahres der WCM oder bildet die WCM während des Zeitraums, für den die Verpflichtung zur Verlustübernahme gilt, ein Rumpfgeschäftsjahr, vermindert sich die Garantiedividende zeitanteilig.

Die Garantiedividende beträgt nach § 4 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags pro Geschäftsjahr der WCM und für jede WCM-Aktie EUR 0,13 brutto ("Bruttoausgleichsbetrag") abzüglich des Betrags etwaiger Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz ("Nettoausgleichsbetrag"). Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses des Unternehmensvertrages gelangen auf den Bruttoausgleichsbetrag 15 % Körperschaftsteuer zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag, das sind EUR 0,02 je WCM-Aktie, zum Abzug. Daraus ergibt sich nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses des Unternehmensvertrages ein Nettoausgleichsbetrag in Höhe von EUR 0,11 je WCM Aktie für ein volles Geschäftsjahr der WCM. Soweit die für ein Geschäftsjahr von der WCM gezahlte Dividende (einschließlich eventueller Abschlagszahlungen) je auf den Inhaber lautender Aktie mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der WCM von jeweils EUR 1,00 hinter der Garantiedividende zurückbleibt, wird die TLG jedem außenstehenden Aktionär der WCM den entsprechenden Differenzbetrag je WCM Aktie zahlen.

Für den Fall von Kapitalmaßnahmen der WCM erfolgt gemäß § 4 Abs. 3 des Beherrschungsvertrags eine Anpassung der Garantiedividende, soweit diese gesetzlich geboten ist.

Die Vereinbarung eines festen Bruttobetrags des jährlichen Ausgleiches und seiner Anpassung an den in dem betreffenden Geschäftsjahr geltenden Körperschaftsteuer-

BBWP GMBH

satz berücksichtigt die Grundsätze der insoweit maßgeblichen Entscheidung des BGH ("Ytong-Beschluss" vom 21. Juli 2003, II ZB 17/01).

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

5. Abfindung

Die TLG verpflichtet sich nach § 5 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der WCM dessen Aktien gegen Gewährung von auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der TLG von jeweils EUR 1,00 ("Abfindungsaktien") im Umtauschverhältnis 4 Abfindungsaktien gegen je 23 WCM-Aktien zu erwerben ("Umtauschverhältnis"). Für Teilrechte auf Aktien erfolgt nach § 5 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags ein Barausgleich.

Die Verpflichtung der TLG zum Erwerb der WCM-Aktien ist befristet. Die Frist endet gemäß § 5 Abs. 3 des Beherrschungsvertrags zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens des Unternehmensvertrags im Handelsregister des Sitzes der WCM nach § 10 HGB als bekannt gemacht gilt. Eine Verlängerung der Frist nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG wegen eines Antrags auf Bestimmung des Ausgleiches oder der Abfindung durch das in § 2 SpruchG bestimmte Gericht bleibt unberührt.

Für den Fall der Durchführung von Kapitalmaßnahmen durch WCM bis zum Ablauf der in § 5 Abs. 3 des Beherrschungsvertrags genannten Frist erfolgt eine Anpassung des Umtauschverhältnisses, soweit diese gesetzlich geboten ist.

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

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

BBWP GMBH

6. Wirksamkeit und Dauer

In § 6 des Beherrschungsvertrags wird festgestellt, dass dieser Vertrag der Zustimmung der Hauptversammlungen der WCM und der TLG bedarf und dass dieser Vertrag mit der Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der WCM wirksam wird.

Der Beherrschungsvertrag wird gemäß § 7 des Beherrschungsvertrags auf unbestimmte Zeit geschlossen und kann ordentlich unter Einberufung einer Frist von drei Monaten zum Ende eines jeden Geschäftsjahrs der WCM gekündigt werden.

Das Recht jeder Partei zur fristlosen Kündigung des Beherrschungsvertrages aus wichtigem Grunde bleibt gemäß § 7 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags unberührt.

7. Ergebnis

Im Ergebnis unserer Prüfung stellen wir fest, dass der Beherrschungsvertrag vom 6. Oktober 2017 nicht im Widerspruch zu den Grundsätzen der §§ 291 ff. AktG, insbesondere hinsichtlich der hiernach erforderlichen Regelungsbestandteile, steht.

II. Art des Ausgleiches und der Abfindung

1. Ausgleich gemäß § 304 AktG

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

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

Im Vertragsbericht werden die Ermittlung des Unternehmenswerts der WCM sowie die daraus abgeleitete Ermittlung des angemessenen Ausgleiches dargestellt. Der Vorstand der TLG und der Vorstand der WCM haben sich die Ausführungen des als Anlage 5 zum Vertragsbericht beigefügten gemeinsamen Bewertungsgutachtens von ValueTrust inhaltlich vollständig zu Eigen gemacht. Demnach ergibt sich der Ausgleich aus der Verrentung des ermittelten Unternehmenswertes der WCM. Bezüglich weiterer Einzelheiten verweisen wir auf Abschnitt C.IV.2.

2. Abfindung gemäß § 305 AktG

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

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

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

Im Vertragsbericht werden die Ermittlungen der Unternehmenswerte und das daraus abgeleitete Umtauschverhältnis ausführlich dargestellt. Der Vorstand der TLG und der Vorstand der WCM haben sich die Ausführungen des gemeinsamen Bewertungsgutachtens zu Eigen gemacht. Bezüglich weiterer Einzelheiten verweisen wir auf Abschnitt C.IV.2.

BBWP GMBH

III. Angaben zur Bewertungsmethodik

1. Bewertungsgrundsätze

1.1 Vorbemerkungen

Als Grundlage für die Ermittlung des Ausgleichs und der Abfindung werden die Ergebnisse der Unternehmensbewertungen verwendet. Die hierbei zugrunde gelegte Methodik, ist vom Prüfer hinsichtlich der Art und Gründe für ihre Anwendung sowie hinsichtlich ihrer Angemessenheit zu überprüfen. Für die Ermittlung des angemessenen Ausgleichs und der Abfindung stehen grundsätzlich unterschiedliche, nachfolgend dargestellte Bewertungsmethoden zur Verfügung. Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf den Berichtsabschnitt C.IV.

1.2. Ertragswert und Wert nach dem DCF Verfahren

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

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

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

BBWP GMBH

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

Im vorliegenden Fall wurde zur Ermittlung der Abfindung und des Ausgleichs eine Ertragswertermittlung der TLG und der WCM nach dem IDW S 1, unter Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer (sogenannte unmittelbare Typisierung) durchgeführt.

Das Ertragswertverfahren ist von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt. Insofern beurteilen wir das hier angewandte Ertragswertverfahren auch als angemessene Methode zur Bestimmung der angemessenen Abfindung und des Ausgleichs.

Bei der Ertragswertmethode wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Vermögenswerte (einschließlich Schulden), die einzeln übertragen werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, sind als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen. Die Summe der Barwerte der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergeben grundsätzlich den Unternehmenswert.

Die Vermögensgegenstände des nicht betriebsnotwendigen Vermögens sind gesondert mit den Überschüssen aus der Einzelveräußerung unter Berücksichtigung der Verwendung der freigesetzten Mittel sowie steuerlicher Auswirkungen anzusetzen und in den jeweiligen Gesamtunternehmenswert einzurechnen.

Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse aus dem betriebsnotwendigen Vermögen stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsüberlegungen. Dabei sind bei der Bewertung im Rahmen eines objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 grundsätzlich nur die Überschüsse zu berücksichtigen, die aus bereits eingeleiteten Maßnahmen resultieren oder aus einem dokumentierten und hinreichend konkretisierten Unternehmenskonzept hervorgehen. Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen bzw. aufgrund

BBWP GMBH

veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen. Sogenannte unechte Synergien, welche auch ohne Abschluss des Beherrschungsvertrags realisiert werden könnten, sind im Ertragswert zu berücksichtigen, wenn die synergiestiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept konkret dokumentiert sind.

Bei der Ermittlung von Unternehmenswerten ist unter Berücksichtigung rechtlicher Restriktionen grundsätzlich von der Ausschüttung der finanziellen Überschüsse auszugehen, die aufgrund eines zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzeptes zur Verfügung stehen. Bei der Ermittlung der Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner sind die Thesaurierungen sowie deren Verwendung zu berücksichtigen.

Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz dient dazu, die sich ergebende Zahlenreihe an einer Entscheidungsalternative zu messen.

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

Wir erachten die Anwendung der Ertragswertmethode unter etwaiger Hinzufügung gesondert zu bewertender Vermögenswerte für angemessen, sofern nicht eine Bewertung anhand des Liquidationswerts oder eine Bemessung des Werts je Aktie auf Basis des durchschnittlichen Drei-Monats-Börsenkurses der WCM zum relevanten Stichtag zu einer höheren Abfindung führt. Zur Überprüfung der Durchführung der Bewertung nach der Ertragswertmethode nehmen wir in Abschnitt C.IV.1. Stellung.

1.3. Net Asset Value

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

BBWP GMBH

Der EPRA NAV berechnet sich aus der Summe der gesamten Vermögenswerte abzüglich der Summe der Verbindlichkeiten und der Minderheitsanteile und ist um den Saldo aus aktiven und passiven latenten Steuern und den Saldo aus aktiven und passiven derivativen Finanzinstrumenten zu bereinigen. Der Net Asset Value ist demnach der auf DCF-basierten Werten abgeleitete innere Wert eines Immobilienunternehmens.

Der EPRA NAV ist eine substanzwertorientierte Größe die eher stichtagsbezogen ist. Im Gegensatz zum Ertragswert werden beispielsweise zukünftige Akquisitionen im EPRA NAV nicht berücksichtigt.

Der EPRA NAV wird grundsätzlich von Gesetz, Rechtsprechung und IDW S 1 derzeit nicht gefordert. Nach herrschender Meinung ist zur Ermittlung eines Fortführungswerts ausschließlich das Ertragswertverfahren (oder DCF-Verfahren) einschlägig. Erweist es sich insgesamt als vorteilhafter, die im Unternehmen vorhandenen einzelnen Vermögensteile oder in sich geschlossenen Betriebsteile getrennt voneinander zu veräußern, kommt hingegen der Liquidationswert in Betracht. Allerdings kann der EPRA NAV zur Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse der Ertragswerte herangezogen werden.

Wir haben im Rahmen unserer eigenständigen Plausibilisierung der Ertragswerte die Bewertung nach EPRA NAV berücksichtigt. Wir verweisen auf den Abschnitt C.IV.1.13.

1.4. Liquidationswert

Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung in der derzeitigen Struktur insgesamt als vorteilhafter, die Vermögensteile eines Unternehmens einzeln zu veräußern, so repräsentiert die Summe der durch die Veräußerung erzielbaren Nettoerlöse –sog. Liquidationswert –den Wert des Unternehmens. In diesen Fällen bildet der Liquidationswert die Wertuntergrenze des Bewertungsobjekts.

Fällt der Liquidationszeitpunkt in eine dem Bewertungsstichtag nachgelagerte Periode, so ist grundsätzlich der Barwert der Nettoerlöse, die sich aus den Liquidationserlösen abzüglich bestehender Verbindlichkeiten sowie Liquidationskosten ergeben, zu ermitteln.

BBWP GMBH

Der Bewertungsgutachter hat mangels Wertrelevanz keine detaillierte Berechnung der Liquidationswerte für die TLG und die WCM vorgenommen. Im Rahmen unserer eigenen überschlägigen Abschätzung der Liquidationswerte sind wir ebenfalls zu der Auffassung gelangt, dass die nach der Ertragswertmethode abgeleiteten Unternehmenswerte der TLG und der WCM deutlich über solchen fiktiv zu ermittelnden Liquidationswerten liegen würden. Insofern erachten wir die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters als sachgerecht.

1.5. Substanzwert

Die Bewertung der Unternehmenssubstanz unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zum sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen nicht vollständig erfassbaren und zu bewertenden immateriellen Werte (z.B. Wert der Organisation, Stellung im Markt) nur ein Teilrekonstruktionswert ist.

Dieser hat nur in wenigen – hier nicht relevanten – Ausnahmefällen einen selbstständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwerts eines fortzuführenden Unternehmens. Der Substanzwert ist deshalb nicht zu ermitteln.

Es ist somit sachgerecht, dass ein Substanzwert von dem Bewertungsgutachter nicht ermittelt wurde.

1.6. Vergleichsorientierte Bewertung

Ergänzend zu einer mit Hilfe des Ertragswertverfahrens vorgenommenen Unternehmensbewertung lässt sich mithilfe von vereinfachten Preisfindungen (z.B. Umsatz- oder Ergebnismultiplikatoren) eine Plausibilitätsbeurteilung vornehmen. Hierbei werden zumeist Bewertungsrelationen, die man auf dem Kapitalmarkt bei Vergleichsunternehmen beobachtet, auf das zu bewertende Unternehmen übertragen.

Im Unterschied zu den direkt an zukünftige Ausschüttungen anknüpfenden Ertragswertverfahren, stützt sich die Marktbewertung auf den indirekten Vergleich des Bewertungsobjekts mit börsennotierten Unternehmen ähnlicher operativer und finanzieller Struktur. Die dabei generierten Kennziffern, die sog. Multiplikatoren, sollen zeigen, wie der Markt die Zukunftsaussichten eines Unternehmens bzw. der Branche bewertet. Diese Vorgehensweise ist insoweit an die herkömmlichen Bewertungsverfahren

wie DCF- und Ertragswertverfahren angelehnt, da der Wert einer Kapitalanlage aus zukünftigen Ertragsaussichten abgeleitet wird. Das Multiplikator-Verfahren basiert dabei auf einer vergleichenden Preisbestimmung in dem Sinne, dass geeignete Vielfältiger aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Derartige Multiplikator-Bewertungen stellen immer nur vereinfachte, pauschale Ertragsbewertungen dar, die regelmäßig gemäß IDW S 1 nur zu Plausibilisierungszwecken vorzunehmen sind.

Hinsichtlich unserer Prüfungsergebnisse verweisen wir auf Abschnitt C.IV.1.13.

1.7. Börsenkurs

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

Eine Verwendung von Börsenkursen (Marktkapitalisierung) kann eine Unternehmensbewertung nach den dargestellten Grundsätzen des IDW S 1 nicht ersetzen, sofern diese Bewertung eine bessere und breitere Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt verwendet und in der zugrundeliegenden Bewertungsmethode die Kapitalmarktkalküle berücksichtigt werden.

Die nach dem Ertragswertverfahren durchgeführten Unternehmensbewertungen basieren auf Analysen von Vergangenheitsdaten und auf langfristigen Unternehmensplanungen, die in diesem Detaillierungsgrad und Umfang nicht öffentlich zugänglich sind.

BBWP GMBH

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

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

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

2. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung des Ausgleiches

Als angemessener Ausgleich ist nach § 304 Abs. 2 S. 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener

ner Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.

Damit ist die grundsätzliche Prognose eines durchschnittlichen verteilungsfähigen Gewinns erforderlich. Im Vertragsbericht bzw. dem Bewertungsgutachten von ValueTrust wird die zukünftige Ertragslage im Rahmen der Ertragsbewertung für mehrere Jahre und für ein nachhaltiges Ergebnis dargestellt. Finanzmathematisch halten wir es für sachgerecht, die Ergebnisprognosen zunächst in einen Barwert (Ertragswert) zu transformieren und durch Verrentung dieses Barwerts den durchschnittlichen Gewinn als kontinuierliche Größe zu ermitteln.

Nach dem Ergebnis unserer Prüfung ist die von den Vertragspartnern angewandte Ertragsmethode unter Einbeziehung der Sonderwerte zur Ermittlung des Ausgleichs nach § 304 AktG angemessen.

Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf die nachfolgenden Abschnitte.

3. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Abfindung

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

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

Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf die nachfolgenden Abschnitte.

IV. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen

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

1. Ermittlung der Unternehmenswerte anhand des Ertragswertverfahrens

Wir haben die Durchführung der Bewertungen durch den Bewertungsgutachter in allen wesentlichen Schritten, insbesondere hinsichtlich der Ableitung der geplanten ausschüttbaren Ergebnisse, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes, der Kapitalisierung auf den Bewertungsstichtag sowie der Wertansätze für das gesondert bewertete Vermögen nachvollzogen und rechnerisch durch Abbildung in eigenen Bewertungsmodellen überprüft.

Unsere Prüfungshandlungen und -feststellungen stellen wir nachfolgend dar:

1.1. Vorgehensweise

Die Wertermittlung des Bewertungsgutachters basiert auf von den Vorständen der TLG und der WCM verabschiedeten Planungsrechnungen für die Jahre 2017 bis 2021.

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

1.2. Bewertungsobjekte

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

BBWP GMBH

a. TLG

Rechtliche und steuerliche Grundlagen

Die TLG ist eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, mit Sitz in Berlin, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg unter HRB 161314 B und mit der inländischen Geschäftsanschrift Hausvogteiplatz 12, 10117 Berlin.

Das Geschäftsjahr der TLG entspricht dem Kalenderjahr.

Gemäß § 2 Abs. 1 der Satzung der TLG ist der Unternehmensgegenstand der TLG vor allem das Betreiben von Immobiliengeschäften und damit zusammenhängender Geschäfte jedweder Art, insbesondere die Bewirtschaftung, die Vermietung, der Neu- und Umbau, der Erwerb und der Verkauf von gewerblichen Immobilien im weiteren Sinne, insbesondere von Büros, Einzelhandelsimmobilien und Hotels, die Entwicklung von Immobilienprojekten sowie das Einbringen von Dienstleistungen im Zusammenhang mit den vorgenannten Unternehmensgegenständen, selbst oder durch Unternehmen, an denen die TLG beteiligt ist.

Die TLG hat den Aktionären der WCM ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot („Übernahmeangebot“) zum Erwerb sämtlicher Aktien der WCM (für eine Gegenleistung von 4 Aktien der TLG für je 23 Aktien der WCM) unterbreitet. Die Entscheidung zur Abgabe des Übernahmeangebots wurde am 10. Mai 2017 und die entsprechende Angebotsunterlage wurde am 27. Juni 2017 veröffentlicht. Die Frist für die Annahme des Übernahmeangebots endete am 5. September 2017 um 24.00 Uhr (MESZ). Gemäß § 16 Abs. 2 WpÜG konnten WCM-Aktionäre, die das Übernahmeangebot während der Annahmefrist nicht angenommen haben, das Angebot noch bis zum 26. September 2017 annehmen. Bis zum Ende der weiteren Annahmefrist am 25. September 2017 um 24.00 Uhr (MESZ) ist das Übernahmeangebot für 117.505.327 WCM-Aktien angenommen worden. Dies entspricht bei einer Aktienzahl von 136.802.552 einem Anteil von 85,89 %. Die Einbringung der WCM-Aktien, für die das Übernahmeangebot angenommen wurde, erfolgte per Sachkapitalerhöhung am 6. Oktober 2017. Die Ausgabe der im Gegenzug an die Aktionäre der WCM zu gewährenden neuen TLG Aktien wird bis spätestens 11. Oktober 2017 beabsichtigt.

BBWP GMBH

Bei Finalisierung unserer Prüfungshandlungen am 6. Oktober 2017, 15.30 Uhr, beläuft sich das nach der Durchführung der Kapitalerhöhung zur Schaffung der für den Vollzug des Übernahmeangebots benötigten Aktien der TLG im Handelsregister eingetragene Grundkapital der TLG auf EUR 94.611.266 und ist eingeteilt in 94.611.266 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der TLG von EUR 1,00 je Aktie. Die TLG hält derzeit keine eigenen Aktien.

Die Aktien der TLG sind seit dem Börsengang im Oktober 2014 zum Handel sowohl im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse als auch im Teilbereich des Regulierten Markts mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) zugelassen. Sie gehören derzeit dem SDAX, dem EPRA/NAREIT Global, dem EPRA/NAREIT Europe und dem EPRA/NAREIT Germany sowie bestimmten weiteren Indizes an.

Die TLG ist die Muttergesellschaft des TLG Konzerns. Zum 30. September 2017 umfasste die Gruppe der konsolidierten Tochtergesellschaften neun Tochtergesellschaften der TLG. Das Portfolio von TLG umfasst die Assetklassen Büro, Einzelhandel, Hotel und „Sonstige“.

Der Anteilsbesitz der TLG zum 30. September 2017 an verbundenen Unternehmen stellt sich wie folgt dar:

TLG	
- Beteiligungsstruktur zum 30. September 2017	Anteil in %
Verbundene Unternehmen, vollkonsolidiert	
1. Hotel de Saxe an der Frauenkirche GmbH	100,0%
2. TLG Beteiligungsgesellschaft Eins mbH & Co. KG	100,0%
3. TLG Beteiligungsgesellschaft Zwei mbH & Co. KG	100,0%
4. TLG Beteiligungsgesellschaft Drei mbH & Co. KG	100,0%
5. TLG CCF GmbH	100,0%
6. TLG FAB S.à.r.l. (Luxemburg)	94,9%
7. TLG Fixtures GmbH	100,0%
8. TLG MVF GmbH	100,0%
9. TLG Sachsen Forum GmbH	100,0%

Zum 31. Dezember 2015 bestehen laut Bescheid gewerbsteuerliche Verlustvorträge von ca. EUR 238 Mio. und körperschaftsteuerliche Verlustvorträge von ca. EUR 237 Mio. Das steuerliche Einlagekonto beläuft sich zu diesem Stichtag auf ca. EUR 711 Mio. Die Bescheide stehen unter dem Vorbehalt der Nachprüfung und

BBWP GMBH

die steuerlichen Verlustvorträge sind derzeit Gegenstand von Diskussionen im Rahmen der Betriebsprüfung.

Wirtschaftliche Grundlagen

Das Geschäftsmodell und die Unternehmensstrategie der TLG basieren grundsätzlich auf den Säulen Portfolio Management, Asset und Property Management, Akquisitionen und Verkäufe sowie der Projektentwicklung auf selektiver Basis.

Das Immobilienportfolio des TLG Konzerns bestand zum 30. Juni 2017 aus 386 Immobilien mit einer vermietbaren Gesamtfläche von ca. 1.396.261 Quadratmetern. Zum gleichen Zeitpunkt beliefen sich die Jahresnettokaltmiete auf ca. EUR 157,1 Mio. und die EPRA Leerstandsquote auf 2,9 %. Der Wert des Immobilienportfolios des TLG Konzerns belief sich zum 30. Juni 2017 auf ca. EUR 2.302,1 Mio.

Die Portfoliostrategie der TLG sieht grundsätzlich eine Konzentration auf die Assetklassen Büro, Einzelhandel sowie an ausgesuchten Standorten deutscher Großstädte auch langfristig verpachtete Hotels vor. Während das Büroportfolio dabei auf perspektivreiche A- und B-Städte konzentriert werden soll, ist das Einzelhandelsportfolio, das geprägt ist von Nahversorgungsimmobilen aus dem Bereich des Lebensmittel Einzelhandels, eher breiter aufgestellt. Entscheidungen über An- und Verkäufe sowie über zu tätige Investitionen unterliegen hierbei den genannten portfoliostrategischen Grundsätzen. Jede Assetklasse bringt jeweils spezifische Vorzüge mit. So zeichnen sich die Büro- und Einzelhandelsimmobilien vor allem durch eine höhere durchschnittliche Mietrendite aus, wohingegen die Hotelimmobilien durchschnittlich über besonders langfristige Mietverträge verfügen.

b. WCM

Rechtliche und steuerliche Grundlagen

Die WCM ist eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, mit Sitz in Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 55695 und mit der inländischen Geschäftsanschrift Bleichstraße 64-66, 60313 Frankfurt am Main. Wegen Zahlungsunfähigkeit stellte der Vorstand am

BBWP GMBH

8. November 2006 einen Insolvenzantrag. Das Verfahren wurde am 21. November 2006 vor dem Amtsgericht Frankfurt am Main eröffnet. Mit Beschluss des Amtsgerichts Frankfurt – Insolvenzgericht – vom 20. Oktober 2010 wurde das Insolvenzverfahren gemäß § 258 Abs. 1 InsO aufgehoben. Die Hauptversammlung der WCM hat am 29. Januar 2013 die Fortsetzung der Gesellschaft beschlossen.

Das Geschäftsjahr der WCM entspricht dem Kalenderjahr.

Gemäß § 2 der Satzung der WCM besteht der Unternehmensgegenstand der WCM im Erwerb und der Verwaltung von in- und ausländischen Beteiligungen an Immobilien und Immobiliengesellschaften, einschließlich der Entwicklung, Vermietung und Verpachtung der Immobilien, im eigenen Namen und für eigene Rechnung. Die WCM kann den Unternehmensgegenstand über Tochtergesellschaften verwirklichen.

Das Grundkapital der WCM beläuft sich derzeit auf EUR 136.802.552 und ist eingeteilt in 136.802.552 WCM-Aktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der WCM von EUR 1,00 je Aktie. Die WCM hält derzeit keine eigenen Aktien.

Bei Finalisierung unserer Prüfungshandlungen am 6. Oktober 2017, 15.30 Uhr, hält die TLG unmittelbar insgesamt 117.505.327 WCM-Aktien, was einem Anteil von 85,89 % am Grundkapital und der Stimmrechte der WCM entspricht.

Die WCM-Aktien sind derzeit zum Handel sowohl im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse als auch im Teilbereich des Regulierten Markts mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse sowie den Börsen in Hamburg und Stuttgart zugelassen.

Die WCM nimmt als Konzernmuttergesellschaft die Aufgaben einer Managementholding wahr. Die Immobilienbestände von WCM werden von Tochtergesellschaften gehalten, die als Objektgesellschaften erworben bzw. im Zuge der Immobilientransaktionen gegründet werden. Darüber hinaus bestehen weitere Tochterunternehmen für Verwaltungs- oder Bewirtschaftungszwecke.

Zum 30. September 2017 umfasste die Gruppe der konsolidierten Tochtergesellschaften der WCM 43 Gesellschaften.

BBWP GMBH

Der Anteilsbesitz der WCM zum 30. September 2017 an verbundenen Unternehmen stellt sich wie folgt dar:

WCM		Anteil in %
- Beteiligungsstruktur zum 30. September 2017		
Verbundene Unternehmen, vollkonsolidiert		
1.	Aschgo Gmbh & Co. KG	94,0%
2.	Barisk Gmbh & Co. KG	94,0%
3.	Berkles Gmbh & Co. KG	94,0%
4.	Greenman 1 D GmbH & Co. KG	94,0%
5.	Main Triangel Gastronomie GmbH	100,0%
6.	River Berlin Immobilien GmbH & Co. KG	94,9%
7.	River Bonn Immobilien GmbH & Co. KG	94,9%
8.	River Düsseldorf Immobilien GmbH & Co. KG	94,9%
9.	River Frankfurt Immobilien GmbH & Co. KG	94,9%
10.	Triangel Frankfurt Immobilien GmbH & Co. KG	94,9%
11.	WCM Besitzgesellschaft mbH & Co. KG	100,0%
12.	WCM Beteiligungsgesellschaft mbH & Co. KG	100,0%
13.	WCM Handelsmärkte I GmbH	100,0%
14.	WCM Handelsmärkte II GmbH	100,0%
15.	WCM Handelsmärkte III GmbH & Co. KG	88,0%
16.	WCM Handelsmärkte IV GmbH & Co. KG	94,9%
17.	WCM Handelsmärkte V GmbH & Co. KG	100,0%
18.	WCM Handelsmärkte VI GmbH & Co. KG	100,0%
19.	WCM Handelsmärkte VII GmbH & Co. KG	94,9%
20.	WCM Handelsmärkte VIII GmbH & Co. KG	94,0%
21.	WCM Handelsmärkte IX GmbH & Co. KG	94,8%
22.	WCM Handelsmärkte X GmbH & Co. KG	94,8%
23.	WCM Handelsmärkte XI GmbH & Co. KG	94,8%
24.	WCM Handelsmärkte XII GmbH & Co. KG	94,8%
25.	WCM Handelsmärkte XIII GmbH & Co. KG	94,0%
26.	WCM Handelsmärkte XIV GmbH & Co. KG	94,0%
27.	WCM Handelsmärkte XV GmbH & Co. KG	94,0%
28.	WCM Handelsmärkte XVI GmbH & Co. KG	94,0%
29.	WCM Handelsmärkte XVII GmbH & Co. KG	94,0%
30.	WCM Office I GmbH	100,0%
31.	WCM Office II GmbH & Co. KG	94,9%
32.	WCM Office III GmbH & Co. KG	94,9%
33.	WCM Office IV GmbH & Co. KG	94,9%
34.	WCM Technical Services GmbH	100,0%
35.	WCM Technical Services II GmbH	100,0%
36.	WCM Vermögensverwaltung GmbH & Co. KG	100,0%
37.	WCM Verwaltungs GmbH	100,0%
38.	WCM Verwaltungs II GmbH	100,0%
39.	WCM Verwaltungs III GmbH & Co. KG	100,0%
40.	WCM Verwaltungs IV GmbH & Co. KG	100,0%
41.	WCM Verwaltungs V GmbH	100,0%
42.	WCM Verwaltungs VI GmbH	100,0%
43.	WCM Verwaltungs VII GmbH	100,0%

Zum 31. Dezember 2016 bestanden voraussichtliche gewerbesteuerliche Verlustvorträge von ca. EUR 264 Mio. und körperschaftsteuerliche Verlustvorträge von ca. EUR 284 Mio. Das steuerliche Einlagekonto belief sich auf ca. EUR 1.415 Mio. Infolge der in 2017 erfolgten Wechsel der Anteilseigner wird mit einem Erhalt des körperschaftsteuerlichen Verlustvortrags in Höhe von EUR 238 Mio. gerechnet.

Wirtschaftliche Grundlagen

Das Kerngeschäft der WCM besteht in der Bewirtschaftung ihres Immobilienportfolios. Dieses Geschäft gliedert sich in das Asset Management als Steuerung des Gesamtportfolios und das Property Management als Führung der einzelnen Objekte.

Der Fokus der Geschäftstätigkeit der WCM sind bei Büroimmobilien Objekte in den Innenstadtlagen und an etablierten Bürostandorten in den sog. Top-7 Städten (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart) und in ausgewählten B-Städten in Deutschland. Dabei ist die WCM bestrebt, hochwertige Immobilien mit solventen Mietern, langfristigen Mietverträgen und einem Leerstand von maximal 15 % zu erwerben. Bei Einzelhandelsimmobilien legt die WCM ihren Schwerpunkt auf die Metropolregionen in Deutschland, die eine hohe Bevölkerungsdichte und eine gute Infrastruktur aufweisen. Dabei werden Mietverträge mit renommierten Einzelhandelsunternehmen angestrebt, die eine Laufzeit von mehr als zehn Jahren sowie einen niedrigen Leerstand aufweisen.

Das Immobilienportfolio des WCM-Konzerns bestand zum 30. Juni 2017 aus 57 Immobilien mit einer vermietbaren Gesamtfläche von ca. 426.198 Quadratmetern. Zum gleichen Zeitpunkt beliefen sich die annualisierten Mieteinnahmen auf ca. EUR 47,5 Mio. und die EPRA Leerstandsquote auf ca. 4,5 %. Der Wert des Immobilienportfolios von WCM betrug zum 30. Juni 2017 ca. EUR 801,0 Mio.

Das Portfolio der WCM gliedert sich hierbei in die Assetklassen Büro- und Einzelhandelsimmobilien. Auf die Assetklasse Büroimmobilien entfallen dabei ca. 44 % des Gesamtportfolios zum 30. Juni 2017. Auf die Assetklasse Einzelhandelsimmobilien der WCM entfallen ca. 56 % des Gesamtportfolios zum 30. Juni 2017. Die Einzelhandelsimmobilien gliedern sich dabei in Einkaufszentren, Supermärkte und Baumärkte.

1.3 Bewertungsstichtag

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

BBWP GMBH

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

Entsprechend wurde der Bewertung im vorliegenden Fall der 17. November 2017 als Tag der geplanten außerordentlichen Hauptversammlung der WCM über die Beschlussfassung als Bewertungsstichtag zugrunde gelegt. Der Bewertungsstichtag steht daher mit § 305 Abs. 3 S. 2 AktG in Einklang.

Demzufolge sind der Bewertung alle nach dem 17. November 2017 anfallenden Überschüsse der Bewertungsobjekte (einschließlich des laufenden Jahres) zugrunde zu legen. Alle prognostizierten Überschüsse wurden auf diesen Stichtag abgezinst und zusammen mit den Sonderwerten der Ermittlung der Abfindung und des Ausgleichs zugrunde gelegt.

1.4. Bewertungsverfahren

Der Bewertungsgutachter hat die in der Stellungnahme IDW S 1 niedergelegten Grundsätze der Unternehmensbewertung im Rahmen der Wertableitung entsprechend den in der Wissenschaft und Rechtsprechung anerkannten Methoden zur Durchführung von Unternehmensbewertungen berücksichtigt. Im Sinne dieser Stellungnahme hat der Bewertungsgutachter objektivierte Unternehmenswerte in der Form von Ertragswerten in der Funktion eines neutralen Gutachters ermittelt.

Basierend auf dieser Vorgehensweise des Bewertungsgutachters ergeben sich die Unternehmenswerte der TLG und der WCM einschließlich ihrer Tochtergesellschaften aus dem Ertragswert des operativen Geschäfts zuzüglich der Sonderwerte der Gesellschaften.

Die vorstehende Vorgehensweise zur Wertableitung ist nach unserer Auffassung sachgerecht und bildet die TLG und die WCM in angemessener Weise in den Bewertungsmodellen ab.

Wir haben die einzelnen, der Bewertung zugrundeliegenden Annahmen und Vorgehensweisen, insbesondere hinsichtlich der Ableitung eines geeigneten Kapitalisierungszinssatzes sowie der ausschüttbaren Ergebnisse und die Kapitalisierung dieser

Ergebnisse auf den Bewertungsstichtag auf Plausibilität geprüft und die Bewertung methodisch sowie inhaltlich nachvollzogen. Die Bewertungsmodelle standen uns zur Verfügung. Davon ausgehend haben wir die rechnerische Richtigkeit der Bewertungsmodelle nachvollzogen, indem wir Bewertungsergebnisse ferner auf Basis eigener Berechnungen plausibilisiert haben. Wir sind überzeugt, dass die uns zur Verfügung gestellten Daten sowie Berechnungen sowie unsere eigenen Berechnungen eine hinreichende Grundlage für unser Prüfungsergebnis bilden.

Unsere Ergebnisse beruhen auf den uns zur Verfügung gestellten Informationen sowie auf Gesprächen sowohl mit den für die Planungsrechnung verantwortlichen Personen der TLG und der WCM als auch mit dem Bewertungsgutachter und den Mitarbeitern. Auf Nachfrage wurden uns zu Einzelfragen die benötigten Detailinformationen zur Verfügung gestellt.

1.5. Vergangenheitsbereinigung

Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient dabei grundsätzlich als Ausgangspunkt für die Beurteilung der Plausibilität der zukünftig geplanten Ergebnisse. Im Rahmen der Plausibilisierung der Planzahlen hat der Bewertungsgutachter die historische Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der TLG und der WCM für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 analysiert und für Zwecke der Vergleichbarkeit um außergewöhnliche Ergebniseffekte bereinigt. Die Bereinigungen betreffen grundsätzlich Aufwendungen und Erträge mit einmaligem oder nicht mit der operativen Tätigkeit in Zusammenhang stehenden Charakter. Der Bewertungsgutachter hat sich dabei insbesondere auf wesentliche Effekte konzentriert, die Auswirkungen auf die Ableitung der zukünftigen Cashflows haben.

Wir haben zunächst eigene Bereinigungen vorgenommen und anschließend die vorgenommenen Bereinigungen der Vergangenheitsergebnisse des Bewertungsgutachters überprüft und mit dem Bewertungsgutachter diskutiert. Die historische Ertragslage dient dann als Ausgangspunkt für unsere Plausibilisierungsarbeiten.

BBWP GMBH

a. TLG

Ertragslage

Bei der TLG wurden seitens des Bewertungsgutachters folgende Bereinigungen vorgenommen, die im neutralen Ergebnis zusammengefasst und gesondert dargestellt sind:

TLG - Konzerngesamtergebnisrechnung (in EUR Mio.)	2014A	2015A	2016A
1. Mieterlöse	116,2	129,0	144,4
Wachstum	n/a	11,0%	12,0%
2. Nichtumlagefähige Betriebskosten	-6,5	-6,2	-6,3
3. Aufwendungen für Instandhaltung	-5,2	-6,2	-6,6
4. Übrige Leistungen	-4,2	-2,5	-5,9
5. Aufwendungen aus der Objektbewirtschaftung	-15,9	-14,9	-18,8
Quote	13,7%	11,5%	13,0%
6. Ergebnis aus der Vermietung	100,3	114,1	125,6
Quote	86,3%	88,5%	87,0%
7. Sonstige betriebliche Erträge	16,8	4,2	0,8
Quote	-14,5%	-3,2%	-0,5%
8. Personalaufwand	-17,4	-12,8	-11,3
Quote	14,9%	9,9%	7,8%
9. Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15,7	-7,9	-7,1
Quote	13,5%	6,1%	4,9%
10. EBITDA	84,0	97,6	108,0
Quote	72,3%	75,7%	74,8%
11. Planmäßige Abschreibungen	-1,2	-0,8	-0,6
Quote	1,1%	0,6%	0,4%
12. EBIT	82,8	96,8	107,4
Quote	71,3%	75,1%	74,4%
13. Finanzergebnis	-25,8	-24,3	-25,0
14. EBT	57,0	72,6	82,4
Quote	49,0%	56,3%	57,0%
15. Neutrales Ergebnis	63,3	96,6	46,3
16. Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-31,6	-38,3	-34,5
17. Konzernjahresergebnis	88,7	130,9	94,1

TLG - Neutrales Ergebnis (in EUR Mio.)	2014A	2015A	2016A
1. Sonstige betriebliche Erträge	63,3	96,6	46,3
Ergebnis aus der Bewertung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien	52,7	87,9	39,9
Ergebnis aus der Veräußerung von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien	3,3	8,0	6,4
Ergebnis aus der Veräußerung von Vorratsimmobilien	7,3	0,8	0,0
2. Neutrales Ergebnis	63,3	96,6	46,3

Der Bewertungsgutachter hat in den Perioden die wesentlichen Ergebniseffekte aus der Veräußerung von Vorratsimmobilien und als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien sowie aus der Stichtagsbewertung der Immobilien bereinigt. In 2014 bis 2016 sind jeweils Erträge aus der Neubewertung sowie aus der Veräußerung von Immobilien entstanden. Die Erträge aus der Neubewertung beliefen sich auf EUR 52,7 Mio. in 2014, EUR 87,9 Mio. in 2015 sowie EUR 39,9 Mio. in 2016. Die Erträge aus der Veräußerung von Immobilien betragen EUR 10,6 Mio. in 2014, EUR 8,8 Mio. in 2015 und EUR 6,4 Mio. in 2016. Weitere Bereinigungen wurden nicht vorgenommen.

BBWP GMBH

Im Folgenden werden die von uns vorgenommenen Bereinigungen zum Vergleich dargestellt:

TLG - Konzerngesamtergebnisrechnung (in EUR Mio.)	2014A	2015A	2016A
1. Mieterlöse	116,2	129,0	144,4
Wachstum	n/a	11,0%	12,0%
2. Nichtumlagefähige Betriebskosten	-6,5	-6,2	-6,3
3. Aufwendungen für Instandhaltung	-5,2	-6,2	-6,6
4. Übrige Leistungen	-4,2	-2,5	-5,9
5. Aufwendungen aus der Objektbewirtschaftung	-15,9	-14,9	-18,8
Quote	13,7%	11,5%	13,0%
6. Ergebnis aus der Vermietung	100,3	114,1	125,6
Quote	86,3%	88,5%	87,0%
7. Sonstige betriebliche Erträge	3,3	1,5	0,2
Quote	-2,9%	-1,1%	-0,2%
8. Personalaufwand	-13,4	-11,0	-10,8
Quote	11,6%	8,5%	7,5%
9. Sonstige betriebliche Aufwendungen	-5,9	-7,9	-7,1
Quote	5,1%	6,1%	4,9%
10. EBITDA	84,2	96,7	107,9
Quote	72,5%	75,0%	74,7%
11. Planmäßige Abschreibungen	-1,2	-0,8	-0,6
Quote	1,1%	0,6%	0,4%
12. EBIT	83,0	95,9	107,3
Quote	71,4%	74,4%	74,3%
13. Finanzergebnis	-25,8	-24,3	-25,0
14. EBT	57,2	71,7	82,3
Quote	49,2%	55,6%	57,0%
15. Neutrales Ergebnis	63,1	97,5	46,3
16. Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-31,6	-38,3	-34,5
17. Konzernjahresergebnis	88,7	130,9	94,1

TLG - Neutrales Ergebnis (in EUR Mio.)	2014A	2015A	2016A
1. Ergebnis aus der Bewertung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien	52,7	87,9	39,9
2. Ergebnis aus der Veräußerung von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien	3,3	8,0	6,4
3. Ergebnis aus der Veräußerung von Vorratsimmobilien	7,3	0,8	0,0
4. Sonstige betriebliche Erträge	13,5	2,7	0,5
Auflösung von Wertberichtigungen	1,9	1,3	0,5
Versicherungsentschädigungen	1,7	0,8	0,0
Erträge aus dem Verkauf von Tochtergesellschaften	0,1	0,6	0,0
Ertrag aus Weiterbelastung von Kosten des Börsengangs	9,8	0,0	0,0
5. Personalaufwand	-3,9	-1,8	-0,5
Anteilsbasierte Vergütungskomponente mit Altgesellschaftern resultierend aus Börsengang	-3,4	-1,1	0,0
Abfindungen	-0,5	-0,7	-0,5
6. Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,8	0,0	0,0
Abschreibungen und Wertberichtigungen Forderungen	-1,8	-0,7	-0,6
Großteil Beratungskosten Börsengang	-9,8	0,0	0,0
7. Neutrales Ergebnis	63,1	97,5	46,3

Die Ergebnisse aus der Neubewertung und Veräußerung von Immobilien haben wir in Übereinstimmung mit dem Bewertungsgutachter bereinigt. Zusätzlich haben wir für Zwecke der Vergleichbarkeit weitere außergewöhnliche Ergebniseffekte bereinigt.

Die Bereinigungen betreffen sowohl Aufwendungen als auch Erträge aus der Einstellung bzw. Auflösung von Wertberichtigungen auf Forderungen, die saldiert betrachtet nur einen geringen Ergebniseffekt in den jeweiligen Jahren haben.

BBWP GMBH

Als weitere Einmaleffekte wurden Kosten aus Versicherungsentschädigungen sowie Erträge aus dem Verkauf von Tochtergesellschaften identifiziert, bei denen grundsätzlich nicht davon auszugehen ist, dass sie auch zukünftig anfallen bzw. der operativen Geschäftstätigkeit zuzurechnen sind.

Weitere Bereinigungen von Erträgen und Aufwendungen stehen maßgeblich im Zusammenhang mit dem in 2014 erfolgten Börsengang. Die Beratungskosten in Bezug auf den Börsengang wurden dabei jedoch weitestgehend an die damaligen Gesellschafter weiterbelastet, so dass daraus in Summe keine wesentliche Ergebnisbelastung resultiert.

Die Bereinigungen im Personalaufwand in Höhe EUR 3,4 Mio. in 2014 und EUR 1,1 Mio. in 2015 betreffen Aufwendungen aus dem Long Term Incentive Plan, die maßgeblich im Zusammenhang mit dem Börsengang standen. Dieser Long Term Incentive Plan wurde in 2015 beendet. Die Bereinigungen der Abfindungen im Personalaufwand in den Jahren 2014, 2015 und 2016 wurden vorgenommen, da in der Planung keine durch Mitarbeiterreduzierung bedingten Abfindungen vorgesehen sind.

Auf Ebene des EBIT lässt sich schlussfolgern, dass unsere zusätzlich vorgenommenen Bereinigungen im Vergleich zum Bewertungsgutachter keinen wesentlichen Ergebniseffekt zur Folge haben. Die Abweichung unseres neutralen Ergebnisses im Vergleich zum Bewertungsgutachter beträgt EUR -0,2 Mio. in 2014, EUR 0,9 Mio. in 2015 und EUR 0,1 Mio. in 2016.

Wenngleich wir unsere bereinigte, historische Ertragslage als Ausgangspunkt für unsere Plausibilisierungsarbeiten herangezogen haben, erachten wir die vom Bewertungsgutachter angesetzten Bereinigungen dem Grunde und der Höhe nach als sachgerecht.

BBWP GMBH

Vermögens- und Finanzlage

Im Folgenden wird die historische Vermögens- und Finanzlage der Jahre 2014 bis 2016 der TLG dargestellt. Für Zwecke der Unternehmensbewertung wurde die Aufsatzbilanz zum 31. Dezember 2016 um folgende Effekte bereinigt.

TLG - Konzernbilanz (in EUR Mio.)	31.12.2014A	31.12.2015A	31.12.2016A	Bereini- gung	31.12.2016A bereinigt
I. Anlagevermögen	1.522,2	1.776,8	2.238,2	70,1	2.308,3
1. Immaterielle Vermögenswerte	1,7	1,6	1,4	0,0	1,4
2. Sachanlagen	1.512,2	1.758,5	2.231,9	70,1	2.302,0
a) Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	1.489,6	1.739,5	2.215,2	70,1	2.285,3
b) Eigengenutzte Immobilien	12,9	9,3	6,1	0,0	6,1
c) Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung	1,2	0,5	0,6	0,0	0,6
d) Andere Sachanlagen	8,4	9,2	10,0	0,0	10,0
3. Finanzanlagen	8,4	16,8	4,9	0,0	4,9
II. Umlaufvermögen	215,8	222,6	106,6	35,2	141,7
1. Vorräte	1,5	1,1	1,1	0,0	1,1
2. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	35,7	21,0	14,4	0,0	14,4
3. Liquide Mittel	152,6	183,7	68,4	54,3	122,7
4. Sonstiges Umlaufvermögen	26,0	16,8	22,7	-19,2	3,5
a) Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte	22,0	15,9	19,2	-19,2	0,0
b) Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	1,0	0,9	0,9	0,0	0,9
c) Aktive latente Steuern	3,0	0,0	2,7	0,0	2,7
III. Summe Aktiva	1.738,0	1.999,5	2.344,8	105,2	2.450,0

TLG - Konzernbilanz (in EUR Mio.)	31.12.2014A	31.12.2015A	31.12.2016A	Bereini- gung	31.12.2016A bereinigt
I. Eigenkapital	748,0	967,9	1.009,5	120,0	1.129,5
II. Rückstellungen	156,2	188,3	219,5	0,0	219,5
1. Sonstige kurzfristige Rückstellungen	5,7	2,4	1,8	0,0	1,8
2. Passive latente Steuern	150,5	185,9	217,7	0,0	217,7
III. Verzinssliche Verbindlichkeiten	796,5	806,7	1.069,1	-14,8	1.054,4
1. Kurzfristige Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	39,3	36,0	65,2	0,0	65,2
2. Langfristige Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	731,1	746,7	975,2	0,0	975,2
3. Pensionsverpflichtungen	8,2	8,1	8,3	0,0	8,3
4. Langfristige derivative Finanzinstrumente	17,8	15,9	20,4	-14,8	5,6
IV. Unverzinsliche Verbindlichkeiten	37,4	36,6	46,6	0,0	46,6
V. Summe Passiva	1.738,0	1.999,5	2.344,8	105,2	2.450,0

Die nicht zahlungswirksamen, ertragswirksamen Aufwertungen aus der Fair Value Bewertung der Immobilien in Höhe von EUR 70,1 Mio. im 1. Halbjahr 2017 wurden bereits zum 31. Dezember 2016 erfasst.

Die liquiden Mittel wurden in der Aufsatzbilanz 2016 um die im ersten Halbjahr 2017 erfolgte Kapitalerhöhung in Höhe von EUR 113,7 Mio. erhöht sowie um die bereits im 1. Halbjahr 2017 ausgeschüttete Dividende in Höhe von EUR 59,3 Mio. reduziert, da diese zur Ermittlung der Unternehmensbewertung zum Bewertungsstichtag nicht zu berücksichtigen sind.

BBWP GMBH

Das sonstige Umlaufvermögen wurde in der Aufsatzbilanz 2016 um die zur Veräußerung gehaltenen langfristigen Vermögensgegenstände in Höhe von EUR 19,2 Mio. bereinigt und zum Buchwert als Sonderwert angesetzt.

Die langfristigen derivativen Finanzinstrumente resultieren aus Zinssicherungsgeschäften und stellen Verbindlichkeiten dar. Im 1. Halbjahr 2017 sind die langfristigen derivativen Finanzinstrumente durch Neubewertungen in Höhe von EUR 14,8 Mio. auf EUR 5,6 Mio. gesunken. Die Neubewertungen wurden erfolgsneutral in der Aufsatzbilanz bereinigt, da in der Bilanzplanung keine Veränderungen von Zeitwerten der derivativen Finanzinstrumente geplant sind. In der Planung werden lediglich zahlungswirksame Zinsaufwendungen erfasst.

Die Bereinigungen im Eigenkapital resultieren aus den vorstehend dargestellten Effekten.

Wir erachten die vom Bewertungsgutachter angesetzten Bereinigungen der Vermögens- und Finanzlage zum 31. Dezember 2016 dem Grunde und der Höhe nach als sachgerecht und haben diese als Ausgangspunkt für unsere Plausibilisierungsarbeiten herangezogen.

b. WCM

Ertragslage

Bei der WCM wurden seitens des Bewertungsgutachters folgende Bereinigungen vorgenommen, die im neutralen Ergebnis zusammengefasst und gesondert dargestellt sind:

BBWP GMBH

WCM - Konzerngesamtergebnisrechnung (in EUR Mio.)	2014A	2015A	2016A
1. Mieterlöse	0,0	10,4	32,6
Wachstum	n/a	n/a	212,2%
2. Nichtumlagefähige Betriebskosten	0,0	-0,6	-0,9
3. Aufwendungen für Instandhaltung	0,0	-0,3	-0,4
4. Übrige Leistungen	0,0	0,0	-1,4
5. Aufwendungen aus der Objektbewirtschaftung	0,0	-0,9	-2,8
Quote	n/a	8,5%	8,6%
6. Ergebnis aus der Vermietung	0,0	9,6	29,8
Quote	n/a	91,5%	91,4%
7. Sonstige betriebliche Erträge	1,0	3,0	1,5
Quote	n/a	28,8%	4,5%
8. Personalaufwand	-0,2	-1,5	-4,6
Quote	n/a	14,6%	14,0%
9. Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,5	-6,7	-12,9
Quote	n/a	64,3%	39,4%
10. EBITDA	-0,7	4,3	13,8
Quote	n/a	41,4%	42,4%
11. Planmäßige Abschreibungen	0,0	-0,4	-1,1
Quote	n/a	3,4%	3,3%
12. EBIT	-0,7	4,0	12,7
Quote	n/a	38,0%	39,0%
13. Finanzergebnis	-0,2	-2,1	-7,1
14. EBT	-0,9	1,9	5,6
Quote	n/a	18,1%	17,2%
15. Neutrales Ergebnis	0,0	54,9	30,0
16. Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	2,1	0,9	-17,0
17. Konzernjahresergebnis	1,2	57,7	18,6

WCM - Neutrales Ergebnis (in EUR Mio.)	2014A	2015A	2016A
1. Sonstige betriebliche Erträge	0,0	54,9	30,0
Ergebnis aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwerts	0,0	54,9	29,2
Ergebnis aus der Veräußerung von Immobilien	0,0	0,0	0,8
2. Neutrales Ergebnis	0,0	54,9	30,0

Der Bewertungsgutachter hat in den Perioden die wesentlichen Ergebniseffekte aus der Veräußerung von Vorratsimmobilien und als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien sowie aus der Stichtagsbewertung der Immobilien bereinigt. In 2015 und 2016 sind jeweils Erträge aus der Neubewertung sowie in 2016 aus der Veräußerung von Immobilien entstanden. Die Erträge aus der Neubewertung beliefen sich auf EUR 54,9 Mio. in 2015 sowie EUR 29,2 Mio. in 2016. Die Erträge aus der Veräußerung von Immobilien betragen EUR 0,8 Mio. in 2016. Weitere Bereinigungen wurden nicht vorgenommen.

BBWP GMBH

Im Folgenden werden die von uns vorgenommenen Bereinigungen zum Vergleich dargestellt:

WCM - Konzerngesamtergebnisrechnung (in EUR Mio.)	2014A	2015A	2016A
1. Mieterlöse	0,0	10,4	32,6
Wachstum	n/a	n/a	212,2%
2. Nichtumlagefähige Betriebskosten	0,0	-0,6	-0,9
3. Aufwendungen für Instandhaltung	0,0	-0,3	-0,4
4. Übrige Leistungen	0,0	0,0	-1,4
5. Aufwendungen aus der Objektbewirtschaftung	0,0	-0,9	-2,8
Quote	n/a	8,5%	8,6%
6. Ergebnis aus der Vermietung	0,0	9,6	29,8
Quote	n/a	91,5%	91,4%
7. Sonstige betriebliche Erträge	0,2	1,0	0,5
Quote	n/a	9,1%	1,5%
8. Personalaufwand	-0,2	-1,5	-3,7
Quote	n/a	14,3%	11,2%
9. Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,5	-6,7	-9,2
Quote	n/a	64,3%	28,2%
10. EBITDA	-1,5	2,3	17,4
Quote	n/a	22,1%	53,4%
11. Planmäßige Abschreibungen	0,0	-0,4	-1,1
Quote	n/a	3,4%	3,3%
12. EBIT	-1,5	1,9	16,3
Quote	n/a	18,6%	50,1%
13. Finanzergebnis	-0,2	-2,1	-7,1
14. EBT	-1,7	-0,1	9,2
Quote	n/a	-1,2%	28,2%
15. Neutrales Ergebnis	0,8	56,9	26,4
16. Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	2,1	0,9	-17,0
17. Konzernjahresergebnis	1,2	57,7	18,6

WCM - Neutrales Ergebnis (in EUR Mio.)	2014A	2015A	2016A
1. Ergebnis aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwerts	0,0	54,9	29,2
2. Ergebnis aus der Veräußerung von Immobilien	0,0	0,0	0,8
3. Sonstige betriebliche Erträge	0,8	2,1	1,0
Auflösung von Rückstellungen	0,7	0,0	0,1
Erlöschen Mietgarantie	0,0	0,7	0,0
Schadensersatz	0,0	0,6	0,5
Erträge aus vertraglichen Schutzklauseln	0,0	0,5	0,0
Erträge aus der Ausbuchung von Verbindlichkeiten	0,1	0,1	0,3
Erträge aus der Herabsetzung von Wertberichtigungen auf Forderungen	0,0	0,1	0,0
4. Personalaufwand	0,0	0,0	-0,9
Gewährung von Aktienoptionen	0,0	0,0	-0,9
5. Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	0,0	-3,6
Forderungsverluste	0,0	0,0	-3,6
6. Neutrales Ergebnis	0,8	56,9	26,4

Die Ergebnisse aus der Neubewertung und Veräußerung von Immobilien haben wir in Übereinstimmung mit dem Bewertungsgutachter bereinigt.

Zusätzlich haben wir für Zwecke der Vergleichbarkeit weitere außerordentliche Ergebniseffekte bereinigt.

BBWP GMBH

Die von uns vorgenommenen Bereinigungen betreffen Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen in 2014 und 2016, Erträge aus der Ausbuchung von Verbindlichkeiten in 2014, 2015 und 2016 sowie Erträge aus der Herabsetzung von Wertberichtigungen auf Forderungen in 2015.

Als weitere Einmaleffekte wurden Erträge aus Schadensersatzzahlungen in 2015 in Höhe von EUR 0,6 Mio. und in 2016 in Höhe von EUR 0,5 Mio. identifiziert, bei denen grundsätzlich nicht davon auszugehen ist, dass sie auch zukünftig anfallen bzw. der operativen Geschäftstätigkeit zuzurechnen sind.

Des Weiteren haben wir Erträge aus dem Erlöschen einer Mietgarantie für Mietausfälle für ein Objekt in Bremerhaven in 2015 in Höhe von EUR 0,7 Mio. bereinigt, die einen einmaligen Effekt darstellen. Weitere Bereinigungen umfassen Erträge aus der Aktivierung einer Forderung aus einer vertraglichen Schutzklausel in 2015 in Höhe von EUR 0,5 Mio., die jedoch später in 2016 uneinbringlich geworden ist und deren Aufwendungen unter Forderungsverlusten in gleicher Höhe in 2016 von uns bereinigt worden sind. Weitere Bereinigungen aus Forderungsverlusten in 2016 umfassen einmalige Wertanpassungen in Höhe von EUR 3,1 Mio. für ein Ankaufportfolio.

Die Bereinigungen der Aufwendungen für die Gewährung von Aktienoptionen im Personalaufwand im Jahr 2016 in Höhe von EUR 0,9 Mio. wurden vorgenommen, da diese einen Einmaleffekt darstellen und in der Planung nicht vorgesehen sind.

Die Abweichung unseres neutralen Ergebnisses im Vergleich zum Bewertungsgutachter beträgt EUR 0,8 Mio. in 2014, EUR 2,0 Mio. in 2015 und EUR -3,6 Mio. in 2016. Vor dem Hintergrund der Wiederaufnahme der Geschäftstätigkeit der WCM in 2014 und dem starken Wachstum ist allerdings zu berücksichtigen, dass der historische Vergleich für Planungszwecke nur eingeschränkt möglich ist.

Wenngleich wir unsere bereinigte, historische Ertragslage als Ausgangspunkt für unsere Plausibilisierungsarbeiten herangezogen haben, erachten wir die vom Bewertungsgutachter angesetzten Bereinigungen dem Grunde und der Höhe nach ebenfalls als sachgerecht für Bewertungszwecke.

BBWP GMBH

Vermögens- und Finanzlage

Im Folgenden wird die historische Vermögens- und Finanzlage der Jahre 2014 bis 2016 der WCM dargestellt. Für Zwecke der Unternehmensbewertung wurde die Aufsatzbilanz zum 31. Dezember 2016 um folgende Effekte bereinigt.

WCM - Konzernbilanz (in EUR Mio.)	31.12.2014A	31.12.2015A	31.12.2016A	Bereini- gung	31.12.2016A bereinigt
I. Anlagevermögen	20,8	520,6	678,3	27,4	705,7
1. Immaterielle Vermögenswerte	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2
2. Sachanlagen	17,8	506,2	665,6	27,4	693,0
a) Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	17,3	501,5	662,1	27,4	689,5
b) Betriebs- und Geschäftsausstattung	0,5	4,7	3,1	0,0	3,1
c) Sonstige langfristige Vermögenswerte	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4
3. Sonstiges Anlagevermögen	3,0	14,3	12,6	0,0	12,6
a) Finanzielle Vermögenswerte	0,6	3,4	7,0	0,0	7,0
b) Latente Steueransprüche	2,4	10,9	5,5	0,0	5,5
II. Umlaufvermögen	23,1	30,3	31,9	-2,0	29,9
1. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1
2. Liquide Mittel	19,4	11,1	10,0	-2,0	8,0
3. Sonstiges Umlaufvermögen	3,7	18,9	21,8	0,0	21,8
a) Zum Verkauf gehaltene Immobilien	0,0	4,2	0,0	0,0	0,0
b) Geleistete Anzahlungen	3,1	0,1	0,4	0,0	0,4
c) Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	0,6	14,6	21,4	0,0	21,4
III. Summe Aktiva	43,9	550,9	710,3	25,4	735,7

WCM - Konzernbilanz (in EUR Mio.)	31.12.2014A	31.12.2015A	31.12.2016A	Bereini- gung	31.12.2016A bereinigt
I. Eigenkapital	31,8	269,6	315,9	25,4	341,3
II. Rückstellungen	0,3	6,5	17,4	0,0	17,4
1. Sonstige Rückstellungen	0,3	1,8	2,8	0,0	2,8
2. Latente Steuerrückstellungen	0,0	4,7	14,6	0,0	14,6
III. Verzinsliche Verbindlichkeiten	8,2	264,1	361,9	0,0	361,9
IV. Unverzinsliche Verbindlichkeiten	3,6	10,7	15,1	0,0	15,1
1. Verbindlichkeiten aus LuL	3,5	6,1	5,9	0,0	5,9
2. Sonstige Verbindlichkeiten	0,1	4,7	9,2	0,0	9,2
V. Summe Passiva	43,9	550,9	710,3	25,4	735,7

Die geplanten, nicht zahlungswirksamen ertragswirksamen Aufwertungen aus der Fair Value Bewertung der Immobilien für die Jahre 2017 und 2018 in Höhe von EUR 27,4 Mio. wurden bereits zum 31. Dezember 2016 erfasst, um zu einer unverzerrten Ableitung der Cash Flows für die Unternehmensbewertung zu gelangen. Im ersten Halbjahr 2017 konnten bereits Erträge in Höhe von EUR 16,2 Mio. aus der Bewertung der Immobilien beobachtet werden.

Die liquiden Mittel wurden in der Aufsatzbilanz 2016 um die bereits in 2017 vor dem Bewertungsstichtag ausgeschüttete Dividende in Höhe von EUR 13,2 Mio. reduziert sowie um die in 2017 erfolgten Kapitalerhöhungen in Höhe von EUR 11,2 Mio. erhöht, da diese zur Ermittlung der Unternehmensbewertung zum Bewertungsstichtag

BBWP GMBH

nicht zu berücksichtigen sind. Bei den Kapitalerhöhungen handelt es sich um die im 1. Halbjahr 2017 gewandelten Pflichtenleihen in Höhe von EUR 6,0 Mio. sowie einen durch den Vorstand geleisteten Einzahlungsbetrag in Höhe von EUR 5,2 Mio. durch die Wandlung von Aktienoptionen im Zuge der Übernahme durch die TLG.

Die Bereinigungen im Eigenkapital resultieren aus den vorstehend dargestellten Effekten.

Wir erachten die vom Bewertungsgutachter angesetzten Bereinigungen der Vermögens- und Finanzlage dem Grunde und der Höhe nach als sachgerecht und haben diese als Ausgangspunkt für unsere Plausibilisierungsarbeiten herangezogen.

1.6. Synergien

Entsprechend dem IDW S 1, Tz. 34, können bei der objektivierten Unternehmensbewertung die sogenannten unechten Synergieeffekte im Einzelfall zu berücksichtigen sein. Unechte Synergien sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen. Insofern ist in Bezug auf den Beherrschungsvertrag hier zwischen vorvertraglichen und vertraglichen Synergien zu unterscheiden. Die vorvertraglichen Synergien sind ohne den Abschluss eines Beherrschungsvertrags zu realisieren und können dementsprechend bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte im Einzelfall zu berücksichtigen sein. Die vertraglichen Synergien, sogenannte echte Synergien, die erst durch den Abschluss eines Unternehmensvertrags zwischen den beteiligten Parteien realisiert werden sind hingegen nicht zu berücksichtigen.

Im Rahmen der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts sind die Überschüsse aus diesen unechten, vorvertraglichen Synergieeffekten allerdings auch nur insoweit zu berücksichtigen, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind.

Nicht hinreichend konkretisierte unechte Synergien

Die TLG und die WCM haben im Rahmen einer Grundsatzvereinbarung vereinbart, dass nach einem erfolgreichen Vollzug des Übernahmeangebots unverzüglich ein Integrationsprojekt initiiert wird, mit dem Ziel, ein kombiniertes Unternehmen zu schaf-

BBWP GMBH

fen, um erwartete Synergie- und Effizienzpotenziale zu realisieren. Das Integrationsprojekt soll innerhalb einer sechsmonatigen Konzeptionsphase abgeschlossen sein. Im Rahmen einer Konzeptionsphase werden dann auf Basis der wesentlichen Geschäftsprozesse Teilprojekte definiert, die jeweils von einem Mitarbeiter der TLG geleitet werden. Nach dieser Konzeptionsphase sollen in einer weiteren sechsmonatigen Umsetzungsphase die Voraussetzungen zur Hebung der identifizierten Synergie- und Effizienzpotenziale weitgehend geschaffen sowie die Prozesse, Betriebsabläufe und Organisationstruktur des kombinierten Unternehmens entsprechend angepasst werden.

Mit diesen Projekten ist bisher aber nicht begonnen worden. Es ist davon auszugehen, dass auch zum Bewertungsstichtag noch kein Integrationsprojekt hinreichend konkrete Maßnahmen erarbeitet hat.

Insofern können diese hieraus zu erwartenden Synergien aus diesen Projekten auch nicht als unechte Synergien bei der Bewertung der TLG und WCM zum Bewertungsstichtag berücksichtigt werden, da keine einzelne Maßnahme bereits eingeleitet ist und keine einzelne Maßnahme im Unternehmenskonzept konkret und plausibel dokumentiert ist (IDW S 1, Txt. 34; WP-Handbuch, Band II, 14. Auflage, S. 28, Txt. 91). Künftig zu realisierende unechte Synergie und Verbundvorteile (z.B. Kosteneinsparungen durch Zusammenlegen von zentralen kaufmännischen und verwaltungstechnischen Funktionen, wechselseitige Nutzung von Kapazitäten) setzen i.d.R. nämlich eine Veränderung des Unternehmenskonzepts bzw. konkrete Annahmen über das Kooperationsverhalten voraus (WP-Handbuch, Band II, 14. Auflage, S. 28, Txt. 91).

Die im Rahmen der Abgabe zum Übernahmeangebot benannten Synergieeffekte von ca. EUR 5 Mio. p.a. basieren hingegen in Bezug auf die Synergien aus den oben benannten Projekten auf einer überschlägigen und subjektiven Einschätzung von einem ggf. zukünftig zu realisierenden Synergiepotential nach vollständiger Integration der WCM in die TLG. Die hierzu erforderlichen Maßnahmen sind jedoch infolge der zeitlichen Nähe zwischen dem Tag des Vollzugs des Übernahmeangebots und dem Bewertungsstichtag bisher weder bereits eingeleitet worden noch in einem Unternehmenskonzept der TLG oder der WCM hinreichend konkretisiert worden.

Nicht zu berücksichtigende echte (vertragliche) Synergien

Am 29. September 2017 haben die Vorstände der WCM in Folge der Übernahme der WCM durch die TLG, aufschiebend bedingte Aufhebungsvereinbarungen mit der WCM mit Wirkung zum 30. November 2017 geschlossen. Auch drei leitende Angestellte haben in Folge der Übernahme Aufhebungsvereinbarungen mit Beendigungszeitpunkt zum 31. März 2018 geschlossen. Diese Aufhebungsvereinbarungen stehen in Zusammenhang mit den arbeitsvertraglich zugesicherten Change of Control Klauseln.

Die Planung der WCM sieht eine entsprechende Neubesetzung der Positionen zu unveränderten Konditionen vor. Ggf. zu realisierende Kosteneinsparungen, die sich dadurch ergeben können, dass die geplante Besetzung des WCM Vorstandes durch die Vorstände der TLG in Personalunion bzw. die teilweise Übernahme der Funktionen der leitenden Angestellten durch leitende Angestellte der TLG erfolgt, sind nicht in der Planung der WCM berücksichtigt worden. Dies resultiert daraus, dass diese Synergien erst durch den Abschluss des Beherrschungsvertrags realisiert werden können. Der Vorstand der TLG hat in diesem Zusammenhang versichert, dass er zur Übernahme der Vorstandspositionen bei der TLG und der WCM aus haftungsrechtlichen Gründen nur bereit ist, wenn auch ein Beherrschungsvertrag abgeschlossen wird. Ebenfalls wird eine Übernahme bzw. teilweise Übernahme der Funktionen der leitenden Angestellten der WCM durch die TLG nur dann erfolgen, wenn der Beherrschungsvertrag die eigenverantwortliche Leitung der Gesellschaft einschränkt.

Die Thematik der Synergien wurde eingehend mit dem Bewertungsgutachter und der TLG sowie der WCM diskutiert und analysiert. Aus den oben genannten Gründen erachten wir die Nichtberücksichtigung von Synergiepotentialen in der Planung der TLG und der WCM durch den Bewertungsgutachter als sachgerecht.

1.7. Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse WCM

1.7.1. Zugrundeliegende Planung und Planungsprozess

Für die WCM wurde nach den Grundsätzen des IDW S 1 – wie vorstehend beschrieben – von einer unbegrenzten Lebensdauer ausgegangen. Da für einen unendlichen Zeitraum eine dezidierte Planung nicht verlässlich ableitbar ist, wurde – wie allgemein bei Unternehmensbewertungen üblich – zwischen einer vom Vorstand verabschiedeten Detailplanungsphase (2017 bis 2021), einer Phase mit einer fortentwickelten Planungsrechnung sowie der Phase der Ewigen Rente ("Fortführungsphase") unterschieden. Im vorliegenden Fall wurde die fortentwickelte Planungsrechnung zunächst anhand einer selbst erstellten erweiterten Planungsrechnung (2022 bis 2026) der WCM ergänzt und anhand einer bewertungsspezifischen Konvergenzphase (2027) in ein normalisiertes, nachhaltiges Ergebnis für die Ewige Rente übergeleitet.

Der Bewertungsgutachter hat in seinem Bericht den Planungsprozess zutreffend dargestellt. Wir haben uns durch Gespräche mit den Planungsverantwortlichen der WCM von der Richtigkeit der Darstellung überzeugt.

1.7.2. Planungstreue

Zur Beurteilung der Planungstreue haben wir einen Soll-Ist-Vergleich auf Ebene des Ergebnisses aus der Vermietung und auf EBIT Ebene durchgeführt.

Bei der Beurteilung der Planungstreue ist jedoch zu berücksichtigen, dass die WCM nach Aufhebung des Insolvenzverfahrens erst seit Ende 2014 wieder operativ tätig ist und seitdem das Immobilienportfolio massiv ausgebaut hat. Infolge des massiven operativen Ausbaus der Geschäftstätigkeit ergeben sich naturgemäß Sonder- und Einmaleffekte, die nicht von einer Planung berücksichtigt sind.

In der untenstehenden Tabelle ist für ausgewählte Kennzahlen ein Plan-Ist-Vergleich dargestellt:

BBWP GMBH

Planungstreue WCM in Mio. EUR	Abweichung			
	Plan	Ist	in Mio.	in %
2015				
Ergebnis aus der Vermietung	8,8	9,6	0,8	8,6%
Personal- und Verwaltungskosten	-8,3	-8,6	-0,3	3,8%
Übrige	0,0	3,0	3,0	-
EBIT vor Bewertung von Immobilien	0,5	4,0	3,5	>100%
Ergebnis aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwerts	0,0	54,9	54,9	-
EBIT	0,5	58,9	58,4	>100%
2016				
Ergebnis aus der Vermietung	26,3	29,8	3,5	13,3%
Personal- und Verwaltungskosten	-6,7	-18,5	-11,8	>100%
Übrige	-0,8	1,5	2,2	>100%
Ergebnis aus der Veräußerung von zum Verkauf gehaltenen Immobilien	1,1	0,8	-0,3	-27,1%
EBIT vor Bewertung von Immobilien	20,0	13,5	-6,4	-32,2%
Ergebnis aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwerts	0,0	29,2	29,2	-
EBIT	20,0	42,7	22,8	114,1%

Die positive Planabweichung des Ergebnisses aus der Vermietung in 2015 in Höhe von EUR 0,8 Mio. ist bedingt durch höhere Erlöse bei gleichzeitig geringeren Aufwendungen aus der Objektbewirtschaftung. Die im Ergebnis positive Abweichung bei Mieterlösen resultiert im Wesentlichen aus einem früher als geplanten Portfoliozukauf; gleichzeitig kam es zu einem späteren Portfoliozukauf mit einem geringeren gegenläufigen Effekt. Die übrige positive Planabweichung bei den sonstigen Aufwendungen und Erträgen in 2015 ergibt sich weitestgehend aus nicht geplanten Einmalwirkungen wie Erträgen aus dem Erlöschen einer Mietgarantie, Schadenersatz oder einer vertraglicher Schutzklausel.

Die positive Planabweichung des Ergebnisses aus der Vermietung in 2016 in Höhe von EUR 3,5 Mio. ist bedingt durch höhere Erlöse bei gleichzeitig geringeren Aufwendungen aus der Objektbewirtschaftung. Die höheren Erlöse resultieren im Wesentlichen aus den zusätzlichen nicht geplanten Mieterlösen im Rahmen des Zukaufs des Einzelhandelszentrums Straubing. Die geringeren Aufwendungen aus der Objektbewirtschaftung ergeben sich im Wesentlichen durch die Aktivierung von Baukosten, die aufwandswirksam in der Planung erfasst worden sind. Die negative Planabweichung im Bereich Personal- und Verwaltungskosten in Höhe von EUR 11,8 Mio. ist bedingt durch verschiedene Sonder- und Einmaleffekte. Die Abweichungen lassen sich im Wesentlichen durch nicht geplante Transaktionskosten, Kosten für abgebrochene Transaktionen sowie Forderungsverluste erklären. Zudem haben sich erhöhte Personalkosten durch ein Aktienoptionsprogramm ergeben.

BBWP GMBH

Insgesamt halten wir es trotz der Planabweichungen in der Vergangenheit für sachgerecht, die Planungsrechnung als Grundlage für die Ableitung des Unternehmenswerts heranzuziehen.

1.7.3. Planungsplausibilisierung

Für die Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnungen haben wir die geplanten Ergebnisse der WCM vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse, der aktuellen wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen sowie des Marktumfelds analysiert. Hierzu haben wir in einem ersten Schritt die uns zur Verfügung gestellten Unterlagen untersucht. Wesentlicher Bestandteil der Unterlagen war hierbei zunächst die gutachterliche Stellungnahme der ValueTrust, in der die Planungsrechnung der WCM in Einklang stehend mit den Anforderungen des IDW Praxishinweises 2/2017 plausibilisiert wurde. Ausgehend von der rechnerischen und formellen Plausibilität der Planung wurde deren materielle interne sowie externe Plausibilität, durch eine Markt- und Wettbewerbsanalyse sowie eine SWOT Analyse, vorgenommen. Anschließend haben wir mit den Planungsverantwortlichen seitens der WCM sowie dem Bewertungsgutachter vertiefende Plausibilisierungsgespräche geführt. Ergänzend haben uns der Bewertungsgutachter und die WCM weitere Dokumente und Analysen bezüglich der Plausibilisierungsschritte der Planungsrechnung zur Verfügung gestellt. Bei Nachfragen wurden uns von den für die Planung der WCM verantwortlichen Personen und dem Bewertungsgutachter bereitwillig zusätzliche Informationen und Dokumente zur Verfügung gestellt.

Darüber hinaus haben wir die Planungsrechnung anhand der uns von der WCM und dem Bewertungsgutachter zur Verfügung gestellten Daten sowie auf Basis eigener Marktrecherchen plausibilisiert.

a. Wesentliche Marktentwicklung

Marktsituation Büroimmobilien in Deutschland – Allgemein

Die konjunkturelle Situation in Deutschland, gemessen an wichtigen makroökonomischen Indikatoren, entwickelte sich im Zeitraum 2012 bis 2016 positiv.

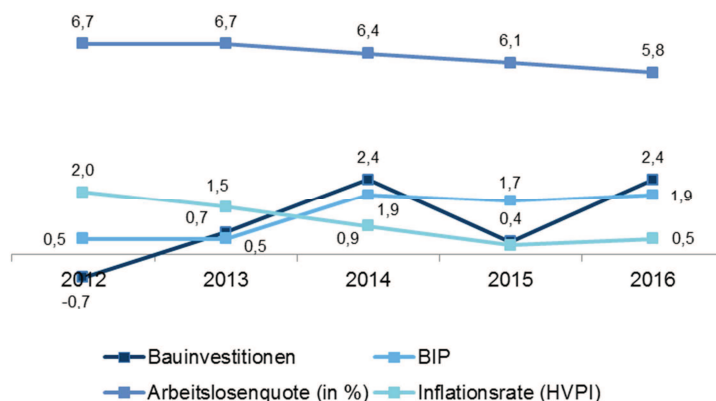


Abbildung: Entwicklung wichtiger makroökonomischer Kennzahlen im Zeitraum 2012 bis 2016; (prozentuale Veränderung im Vergleich zum Vorjahr; außer Arbeitslosenquote);

Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Arbeitslosenquote nahm im Zeitraum Dezember 2012 bis August 2017 moderat ab und sank von 6,7 % auf 5,7 % (vgl. Homepage Statistisches Bundesamt, letzter Abruf: 31. August 2017). Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung prognostiziert für 2017 weiterhin eine stabile deutsche Konjunktur, dennoch wird im Jahresverlauf ein leichter Anstieg der Arbeitslosenquote auf ca. 6,0 % erwartet. Dieses Niveau der Arbeitslosenquote soll auch in 2018 erreicht werden (vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Konjunkturprognose 2017 und 2018, S. 16).

Auch das BIP entwickelte sich in den letzten Jahren stetig positiv und erhöhte sich im Zeitraum von 2012 bis 2016 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate ("CAGR") von 1,3 %. Der positive Trend setzte sich im ersten Halbjahr 2017 fort. Im Vergleich zum Vorjahreszeitraum nahm das BIP um 2,0 % zu. Insgesamt wird für das Jahr 2017 eine Zunahme des BIP um 1,4 % in 2017 und 1,6 % in 2018 prognostiziert (vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Konjunkturprognose 2017 und 2018, S. 16).

Gemessen an den getätigten Bauinvestitionen zeigte sich im Zeitraum von 2012 bis 2016 insgesamt eine positive Entwicklung. Nachdem in 2012, im Vergleich zum Vorjahr, noch eine negative Wachstumsrate von -0,7 % zu beobachten war, ergaben sich in den nachfolgenden Jahren durchweg positive Wachstumsraten. Insgesamt nahmen die Bauinvestitionen in diesem Zeitraum mit einem CAGR von ca. 1,0 % zu.

BBWP GMBH

Investitionen in Gewerbeimmobilien nahmen im Zeitraum von 2012 bis 2016 insgesamt mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von ca. 19,8 % zu. Im Vergleich zu Einzelhandelsimmobilien stieg im gleichen Zeitraum das Investment in Büroimmobilien überproportional stark an. Während Investitionen in Einzelhandelsimmobilien in diesem Zeitraum mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von ca. 13,6 % zunahm, stiegen Investitionen in Büroimmobilien im selben Zeitraum jährlich um durchschnittlich 21,3 %.

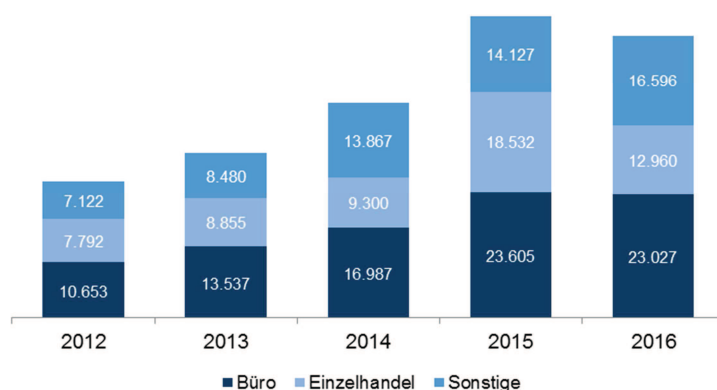


Abbildung: Investment in Gewerbeimmobilien in Deutschland in den Jahren 2012 bis 2016 (in Mio. EUR);
Quelle: statista.de; BNP Paribas

Nachfolgend werden die Entwicklungen der einzelnen Segmente Büro und Einzelhandel im Detail analysiert.

Für das Segment Büro, das bei der TLG ca. 45 % und bei der WCM ca. 44 % der Mieteinnahmen ausmacht, werden repräsentativ die Entwicklungen der für die TLG und die WCM wichtigen Standorte Berlin und Frankfurt am Main dargestellt. Für das Segment Einzelhandel, das bei der TLG ca. 40 % und bei der WCM ca. 56 % der Mieteinnahmen ausmacht, ist die geografische Streuung des Portfolios der TLG und der WCM breiter. Daher wurde hier die Entwicklung des Einzelhandelsimmobilienmarkts auf nationaler Ebene dargestellt.

Marktsituation Büroimmobilien Berlin

Der Büromarkt in Berlin entwickelte sich in den vergangenen Jahren sehr positiv. Der Leerstand nahm kontinuierlich bis Mitte 2017 ab und erreichte im 1. Halbjahr 2017 eine Quote von 2,7 % gegenüber einer Leerstandsquote in 2012 von 7,0 %.

BBWP GMBH

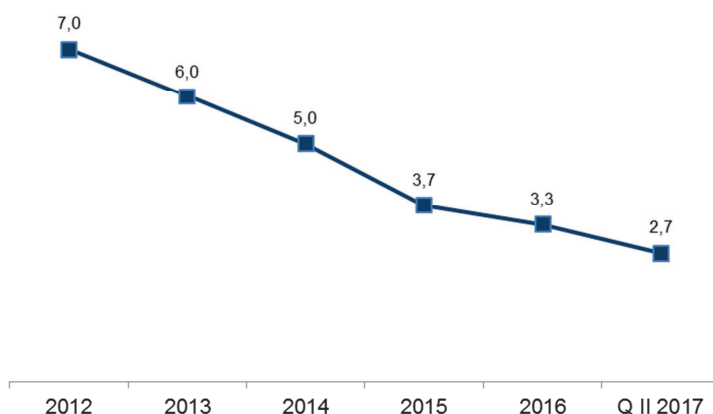


Abbildung: Entwicklung Leerstand von Büroflächen in Berlin (in %);

Quelle: Statista dossier, Colliers International Marktbericht Berlin 1. Halbjahr 2017

Gemessen am Büroflächenumsatz¹ nimmt Berlin die Spitzenposition unter den deutschen Büromärkten ein. In 2016 erreichte der Büroflächenumsatz inkl. Eigennutzung ca. 863.000 m² und nahm gegenüber dem Vorjahr um ca. 2,4 % zu (2015: ca. 843.000 m²). Im Betrachtungszeitraum von 2012 bis 2016 wuchs der Büroflächenumsatz mit einem CAGR von ca. 7,9 %.

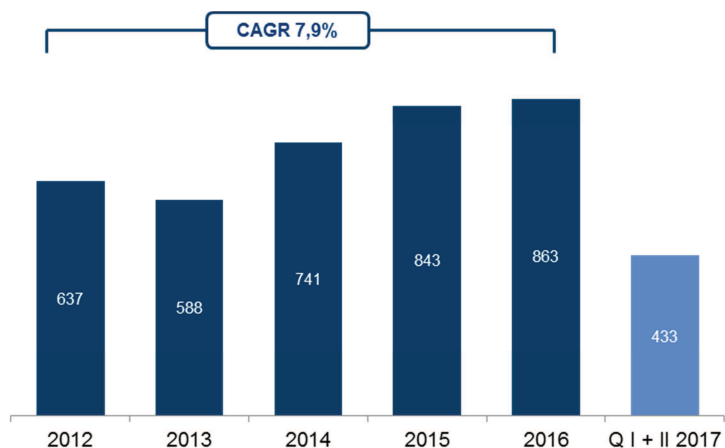


Abbildung: Entwicklung Büroflächenumsatz Berlin (in 1.000 m²);

Quelle: Colliers International City Survey Deutschland 2015/2016; Colliers International Marktbericht Berlin 1. Halbjahr 2017

Nach einem kurzen Rückgang der Investitionen in Immobilien in 2013 – erkennbar anhand des Rückgangs des Büroflächenumsatzes in 2013 in Berlin – nahm die

¹ Der Büroflächenumsatz ist die Summe aller Flächen, die in einem abgegrenzten Markt vermietet, verleast oder an Eigennutzer verkauft oder von Eigennutzern realisiert werden.

BBWP GMBH

Nachfrage nach Investitionen in Immobilien u.a. aufgrund der niedrigen Rendite aus Alternativinvestments, wie bspw. 10-jährigen Bundesanleihen, deutlich zu. Daraus resultierte ein Anstieg der Spitzen- und Durchschnittsmieten in Berlin. Nachdem die Spitzenmieten in den Jahren 2012 und 2013 konstant bei durchschnittlich EUR/m² 22,00 lagen, erreichten sie in 2016 bereits ein Niveau von durchschnittlich EUR/m² 25,30. Im Beobachtungszeitraum 2012 bis 2016 betrug der CAGR für die Zunahme der Spitzenmieten ca. 3,6 %.

Auch die Durchschnittsmieten für Büroräume in Berlin behielten 2012 und 2013 konstant das Niveau von EUR/m² 13,00 bei. Im Jahr 2016 erreichten die Durchschnittsmieten hingegen ein Niveau von EUR/m² 15,50, die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate betrug im Beobachtungszeitraum 2012 bis 2016 ca. 4,5 %.

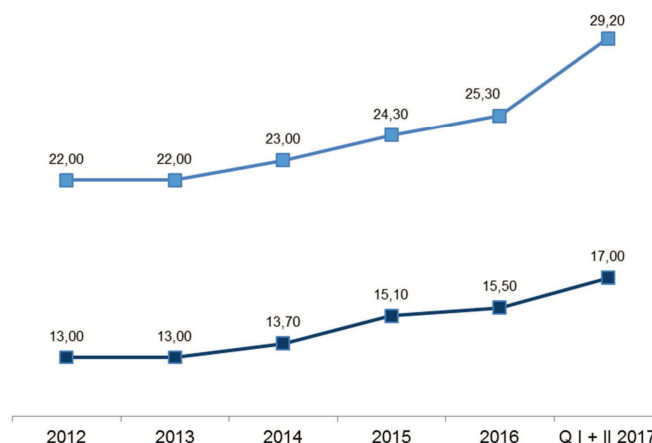


Abbildung: Entwicklung der Spitzen- und Durchschnittsmieten (in EUR/m²) in Berlin;

Quelle: Colliers International City Survey Deutschland 2015/2016; Colliers International Marktbericht Berlin 1. Halbjahr 2017

Im ersten Halbjahr 2017 war eine Beschleunigung der Wachstumsrate von Spitzen- und Durchschnittsmieten erkennbar. Die Spitzenmiete stieg auf einen Betrag von EUR/m² 29,20 an und nahm gegenüber 2016 somit um ca. 15,4 % zu. Währenddessen betrug die Durchschnittsmiete für Berliner Büroimmobilien im ersten Halbjahr 2017 EUR/m² 17,00 und stieg somit gegenüber 2016 um ca. 9,7 %. Berlin nahm weiterhin den dritten Platz nach Frankfurt und München als teuerster Bürostandort Deutschlands ein (vgl. Colliers International Marktbericht Berlin 1. Halbjahr 2017, S. 4).

Marktausblick Büroimmobilien Berlin

Aufgrund des überproportional guten ersten Halbjahrs 2017 und der Anziehungskraft Berlins gehen Branchenexperten kurzfristig von einem Rekordergebnis des Büromarkts in Berlin aus (vgl. Colliers International Marktbericht Berlin 1. Halbjahr 2017, S. 5).

Auch mittelfristig ergibt sich für den Büromarkt Berlin eine positive Prognose. Im Zeitraum von 2016 bis 2021 soll, gemessen an der erzielbaren Spitzenmiete, ein Wachstum mit einem CAGR von 2,4 % erzielt werden (vgl. Deka Immobilien Monitor Ausgabe 2017, S. 36).

Marktsituation Büroimmobilien Frankfurt am Main

Auch in Frankfurt am Main zeigte sich im Zeitraum von 2012 bis 2016 eine positive Entwicklung der Leerstandsquote. In 2016 betrug die Leerstandsquote für Büroflächen in Frankfurt am Main ca. 11,2 % gegenüber einer Leerstandsquote von 13,9 % in 2012. Dass sich die Leerstandsquote auch seit 2013 weiter verringerte, obwohl der Büroflächenumsatz in 2013 und 2014 abnahm (vgl. die nachfolgenden zwei Abbildungen), wurde u.a. dadurch getragen, dass veraltete Bürogebäude in Wohn- und Hotelflächen umgewandelt und somit vom Markt für Büroimmobilien genommen wurden (vgl. Colliers International City Survey Deutschland 2015/2016, S. 19).

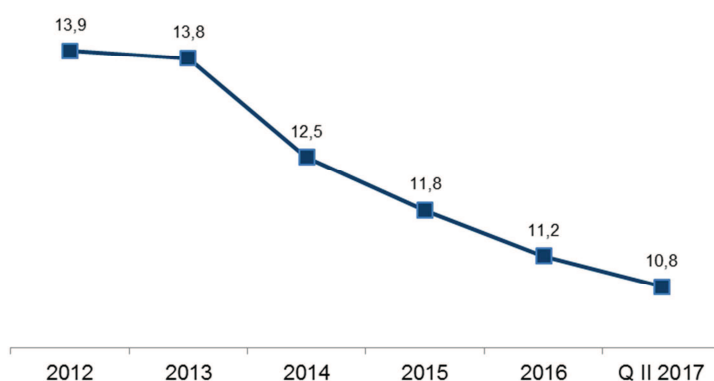


Abbildung: Entwicklung Leerstand von Büroflächen in Frankfurt (in %);

Quelle: Colliers International Marktbericht Frankfurt 1. Halbjahr 2017

BBWP GMBH

Auch der Büroflächenumsatz entwickelte sich in der Gesamtbetrachtung des Zeitraums 2012 bis 2016 positiv. Nach zwei Jahren mit abnehmendem Büroflächenumsatz in 2013 und 2014, konnte in den letzten beiden Jahren wieder ein positiver Trend verzeichnet werden. Der Büroflächenumsatz betrug in 2016 ca. 552.000 m² gegenüber 390.000 m² im Vorjahr (+42 %) und lag über dem Durchschnitt des Fünf- und des Zehn-Jahres-Zeitraums. Insgesamt nahm der Büroflächenumsatz im Fünfjahreszeitraum von 2012 bis 2016 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von ca. 2,5 % zu. Im ersten Halbjahr 2017 konnte ein Büroflächenumsatz von ca. 245.000 m² erzielt werden. Gegenüber dem Vorjahreshalbjahr macht dies einen Anstieg von rd. 16 % aus (vgl. Colliers International Marktbericht Frankfurt 1. Halbjahr 2017, S. 2).

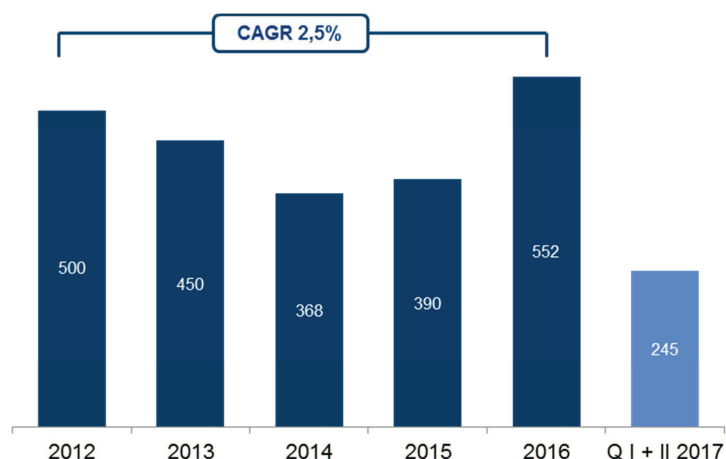


Abbildung: Entwicklung Büroflächenumsatz Frankfurt (in 1.000 m²);
Quelle: Colliers International Marktbericht Frankfurt 1. Halbjahr 2017

Gemessen an der Spitzen- und Durchschnittsmiete ergab sich im Zeitraum von 2012 bis 2016 eine positive Entwicklung des Immobilienmarkts. Dabei stiegen die Spitzenmieten auf EUR/m² 37,50 im Jahr 2016 gegenüber EUR/m² 35,00 in 2011 an. Daraus resultierte für diesen Zeitraum ein CAGR von ca. 1,7 %.

Die Durchschnittsmieten entwickelten sich mit einer ähnlichen Dynamik und stiegen bis zum Jahr 2016 auf ein Niveau von ca. EUR/m² 18,70 gegenüber EUR/m² 17,50 in 2012 an. Der CAGR für den Zeitraum 2012 bis 2016 betrug 1,7 %.

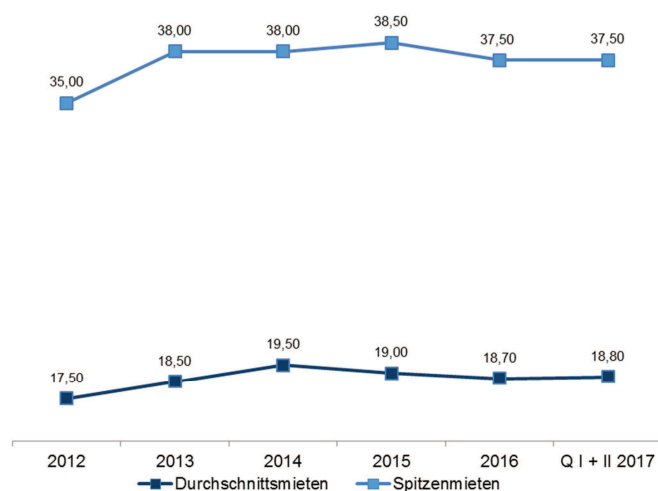


Abbildung: Entwicklung der Spitzen- und Durchschnittsmieten (in EUR/m²) in Frankfurt;

Quelle: Colliers International City Survey 1. Halbjahr 2017

Im ersten Halbjahr 2017 war nur eine geringe Wachstumsrate von Spitzen- und Durchschnittsmieten erkennbar. Die Spitzenmiete blieb konstant auf einem Betrag von EUR/m² 37,50. Die Durchschnittsmiete für Frankfurter Büroimmobilien stieg im ersten Halbjahr 2017 lediglich moderat auf EUR/m² 18,80 an und somit gegenüber Ende 2016 um ca. 0,5 % (vgl. Colliers International City Survey 1. Halbjahr 2017, S. 19).

Marktausblick Büroimmobilien Frankfurt am Main

Auch nach dem überproportional hohen Anstieg des Büroflächenumsatzes im ersten Halbjahr 2017 gegenüber dem Vorjahreszeitraum, erwarten Branchenexperten auch in den nachfolgenden Monaten eine dynamische Nachfrage (vgl. Colliers International Marktbericht Frankfurt 1. Halbjahr 2017, S. 5).

Auch mittelfristig wird für den Büromarkt Frankfurt am Main eine positive Entwicklung prognostiziert. Im Zeitraum 2016 bis 2021 soll gemessen an der erzielbaren Spitzenmiete ein Wachstum mit einem CAGR von 2,4 % erzielt werden (vgl. Deko Immobilien Monitor Ausgabe 2017, S. 36).

Marktsituation Einzelhandelsimmobilien in Deutschland

Den größten Anteil an den Investments in Einzelhandelsimmobilien nahmen im Jahr 2016 die Investments in Fach-/ und Supermärkte sowie Discounter mit einem Anteil

BBWP GMBH

von 49 % ein. Der Anteil an Investitionen in Shopping Center betrug 17 %. Weitere Investments wurden in Geschäftshäuser (24 %) und Kaufhäuser (10 %) getätigt.

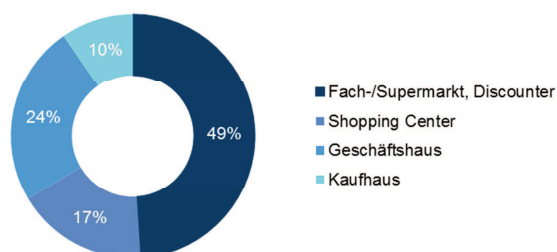


Abbildung: Retail-Investments nach Objektart in Deutschland zum 31. Dezember 2016;
Quelle: BNP Paribas Retailmarkt Deutschland 2017

Gemessen an den durchschnittlichen Spitzenmieten in den Top 7 Standorten ergab sich für Investoren in Toplagen im Zeitraum von 2012 bis 2016 eine positive Entwicklung. In diesem Zeitraum stiegen die durchschnittlichen Mieten von monatlich EUR/m² 252,00 im Jahr 2012 auf ein Niveau von monatlich EUR/m² 288,00 im Jahr 2016. Daraus resultierte in diesem Zeitraum ein Wachstum mit einem CAGR von ca. 3,4 %. Im gleichen Zeitraum entwickelten sich auch die Spitzenmieten in den sog. Regional 12 Städten positiv, jedoch nicht mit derselben Dynamik. Im Jahr 2016 wurde ein durchschnittliches Mietniveau in den Toplagen von monatlich EUR/m² 132,00 gegenüber monatlich EUR/m² 124,00 im Jahr 2012 erreicht. Somit nahmen die Spitzenmieten für Toplagen im Zeitraum 2012 bis 2016 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von ca. 1,6 % zu.

Für 2017 wird eine Zunahme der durchschnittlichen Spitzenmiete in den Top 7 von lediglich ca. 0,3 % prognostiziert. Auch die Spitzenmieten in den Regional 12 Städten sollen mit einer geringen Wachstumsrate zunehmen. Im Jahr 2017 wird ein Wachstum gegenüber dem Vorjahr von ca. 0,4 % erwartet.

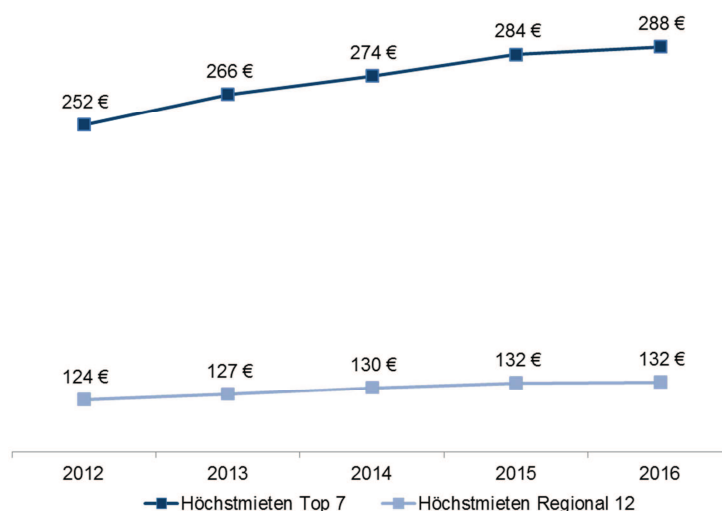


Abbildung: Retail-Immobilien-Markt Top 7 und Regional 12 durchschnittliche Höchstmieten (nettokalt) 2012 bis 2016; ² Quelle: DG Hyp regionale Immobilienzentren Deutschland 2016 und 2017

Auch die durchschnittlichen Mietpreise für Immobilien in Seitenlagen stiegen im Zeitraum 2012 bis 2016 sowohl in den Top 7 Städten, als auch in den Regional 12 Städten leicht an. Die Top 7 Städte erreichten ein Niveau der Durchschnittsmiete in Seitenlagen von ca. monatlich EUR/m² 22,00 in 2016 (2012: EUR/m² 21,00). Dies resultierte in einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von ca. 1,4 % im Zeitraum von 2012 bis 2016. Die Durchschnittsmieten der Regional 12 Städte für Immobilien in den Seitlagen nahmen im selben Zeitraum nicht zu und behielten das durchschnittliche Mietniveau von ca. monatlich EUR/m² 11,00 bei.

In 2017 wird sowohl für die Regional 12 als auch die Top 7 Städte kein Wachstum prognostiziert. Somit soll das Mietniveau durchweg auf Vorjahresniveau liegen.

² **Top 7:** Berlin, Düsseldorf, Frankfurt a.M., Hamburg, Köln, München und Stuttgart.
Regional 12: Augsburg, Bremen, Darmstadt, Dresden, Essen, Hannover, Karlsruhe, Leipzig, Mainz, Mannheim, Münster und Nürnberg.

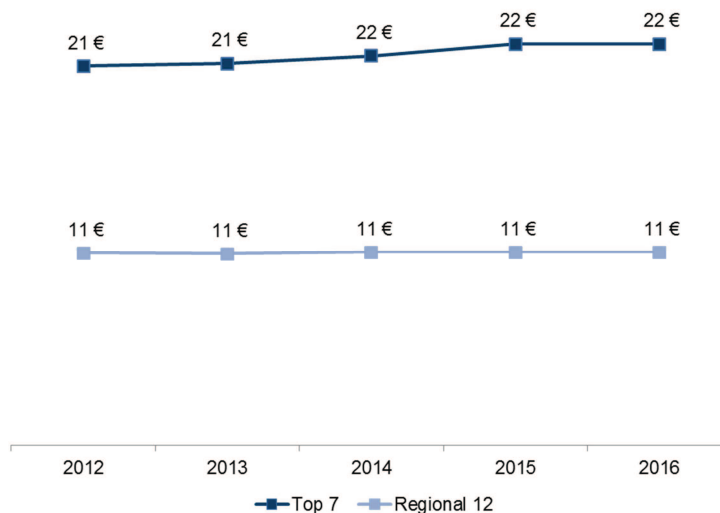


Abbildung: Retail-Immobilien-Markt Top 7 und Regional 12 durchschnittliche Mieten in Seitenlagen (nettokalt) 2012 bis 2016; Quelle: DG Hyp regionale Immobilienzentren Deutschland 2016 und 2017

Einzelhandel Deutschland

Ein mittelbarer Einfluss für die Entwicklung der Investments in Einzelhandelsimmobilien ergibt sich aus der Entwicklung des Einzelhandelssektors. Im Zeitraum von 2012 bis 2016 nahmen die Umsatzerlöse im Einzelhandel mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von ca. 2,0 % zu. In 2016 erreichten die Umsatzerlöse der gesamten Branche insgesamt ca. EUR 482,2 Mrd.

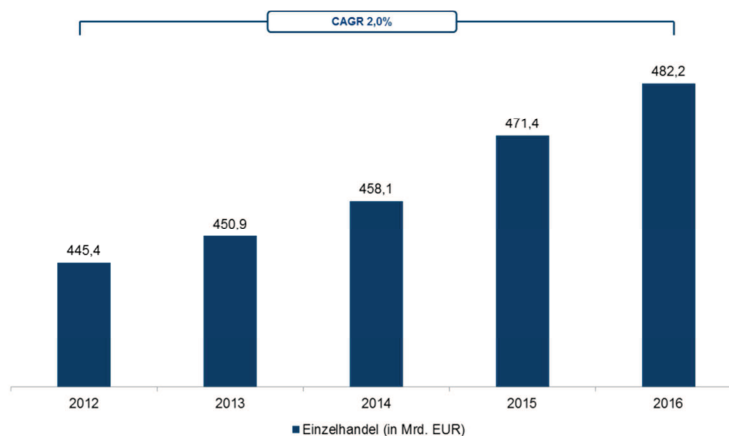


Abbildung: Entwicklung Umsatzerlöse Einzelhandel 2012 bis 2016;

Quelle: <http://www.einzelhandel.de/index.php/presse/zahlenfaktengrafiken/item/110189-umsatzentwicklungimeinzelhandel>; letzter Abruf: 6. September 2017.

Hinsichtlich der Vertriebsformen zeigt sich im Zeitraum von 2012 bis 2016 eine deutliche Zunahme des Marktanteils von E-Commerce und Versandhandel im Verhältnis zu den Gesamterlösen der Branche. Im Jahr 2015 betrug der Marktanteil ca. 8,3 % (2012: 5,2 %).

Ausblick Einzelhandel Deutschland

Für das zukünftige Investment in Einzelhandelsimmobilien lassen sich mittelbar Rückschlüsse aus der Entwicklung der Einzelhandelsbranche ziehen. Gemäß der Prognose des HDE Handelsverband Deutschland wird eine Zunahme der Umsatzerlöse in 2017 von ca. 2,0 % erwartet. Daraus resultieren laut Prognose der HDE Umsatzerlöse der Gesamtbranche von ca. EUR 491,9 Mrd. Laut einer Studie des Bayerisches Staatsministeriums für Wirtschaft und Medien, Energie und Technologie (E-Commerce-Strategien für den mittelständischen Einzelhandel Ausblick 2020) werden die Einzelhandelsumsätze auch in den nächsten Jahren konstant auf einem niedrigen Niveau weiter zunehmen. Hierbei werden jährliche Wachstumsraten von ca. 1,3 % prognostiziert. Die Kombination beider Prognosen führt zu einem Wachstum der Branche bis 2020 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 1,4 %.

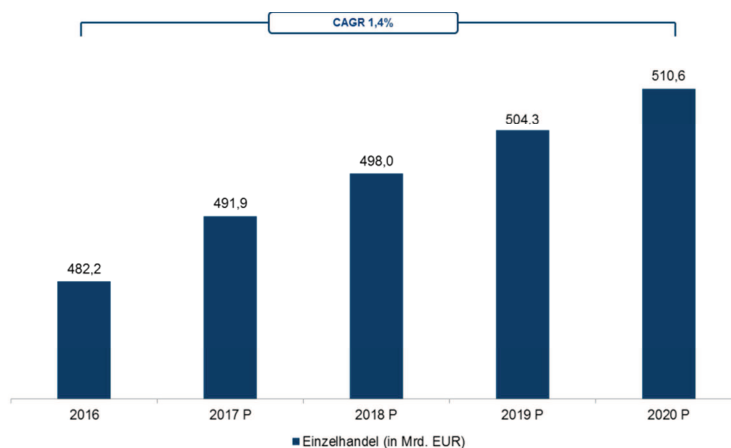


Abbildung: Umsätze im Einzelhandel 2016 bis 2020.

Quelle: Bayerisches Staatsministerium für Wirtschaft und Medien, Energie und Technologie: E-Commerce-Strategien für den mittelständischen Einzelhandel Ausblick 2020;

[http://www.einzelhandel.de/index.php/presse/zahlenfaktengrafiken/item/110189-umsatzentwicklungimeinzel-handel;](http://www.einzelhandel.de/index.php/presse/zahlenfaktengrafiken/item/110189-umsatzentwicklungimeinzel-handel)
letzter Abruf: 6. September 2017

Ein Trend, dessen Entwicklung lang- und mittelfristig erheblichen Einfluss auf das Segment der Einzelhandelsimmobilien haben kann, zeigt sich in dem stetigen An-

BBWP GMBH

stieg des Marktanteils von E-Commerce bei den Umsatzerlösen des Einzelhandels. Hierbei könnte es unter Umständen zu Substitutionseffekten kommen, da der E-Commerce unterschiedliche Anforderungen im Vergleich zum stationären Einzelhandel an eine Immobilie stellt. So könnte es lang- und mittelfristig zu stagnierenden oder sinkenden Investitionen in Einzelhandelsimmobilien kommen, die im gleichen Zuge ersetzt werden durch Investments in Logistik- bzw. Lagerhallen. Moderne Logistikanlagen sind für das Segment E-Commerce von größerer Bedeutung als Einzelhandelsimmobilien, die in erster Linie vom stationären Einzelhandel genutzt werden.

Hotelmarkt Deutschland

Der Hotelmarkt in Deutschland entwickelte sich in den vergangenen fünf Jahren gemessen am Transaktionsvolumen sehr positiv. Das Transaktionsvolumen von Hotelimmobilien erreichte im Jahr 2016 mit EUR 5.161 Mio. ein Rekordergebnis. In 2012 betragen die Investitionen in Hotelimmobilien lediglich EUR 1.282 Mio. Im Betrachtungszeitraum von 2012 bis 2016 wuchs das Transaktionsvolumen folglich mit einem CAGR von ca. 41,7 %.

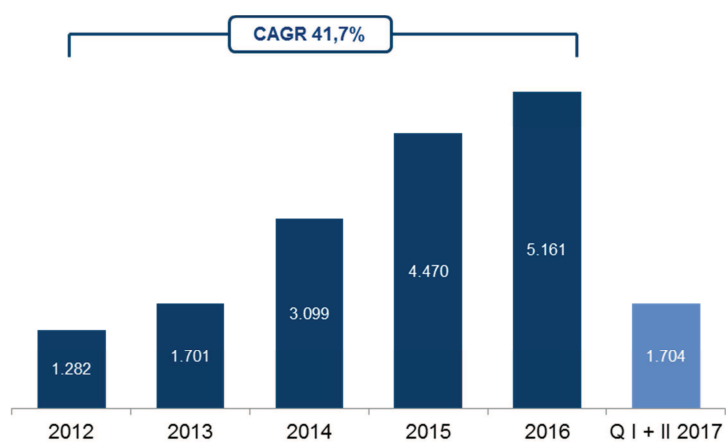


Abbildung: Entwicklung Transaktionsvolumen Hotels in Deutschland (in Mio. EUR);
Quelle: Colliers Deutschland Marktbericht Hotel 1. Halbjahr 2017

Im ersten Halbjahr 2017 konnte der Investmentmarkt gemessen am Transaktionsvolumen nicht an das Rekordjahr 2016 anknüpfen. Branchenexperten sehen die Begründung hierfür in einem sich abzeichnenden Produktmangel (vgl. Colliers Deutschland Marktbericht Hotel 1. Halbjahr 2017, S. 1). Für 2017 wird insgesamt dennoch erwartet, dass sich das Transaktionsvolumen dem Vorjahreswert annähern wird, da

BBWP GMBH

meist ein Jahresendspurt im Hotelimmobilienmarkt zu verzeichnen ist. Die Nachfrage an Hotelimmobilien ist nach wie vor hoch (vgl. Colliers Deutschland Marktbericht Hotel 1. Halbjahr 2017, S. 3).

Tabellarische Zusammenfassung

Die Marktentwicklung kann wie folgt zusammengefasst werden:

Zeitraum	Markt	Indikator	CAGR
2012 bis 2016	Allgemeine Konjunktur	BIP	1,3%
2012 bis 2016	Allgemeine Konjunktur	Bauinvestitionen	1,0%
2012 bis 2016	Gewerbeimmobilien	Investment	19,8%
2012 bis 2016	Büroimmobilien	Investment	21,3%
2012 bis 2016	Büromarkt Berlin	Büroflächenumsatz	7,9%
2012 bis 2016	Büromarkt Berlin	Spitzenmieten	3,6%
2012 bis 2016	Büromarkt Berlin	Durchschnittsmieten	4,5%
1. Hj. 2017	Büromarkt Berlin	Spitzenmieten	15,4%**
1. Hj. 2017	Büromarkt Berlin	Durchschnittsmieten	9,7%**
2012 bis 2016	Büromarkt Frankfurt	Büroflächenumsatz	2,5%
2012 bis 2016	Büromarkt Frankfurt	Spitzenmieten	1,7%
2012 bis 2016	Büromarkt Frankfurt	Durchschnittsmieten	1,7%
1. Hj. 2017	Büromarkt Frankfurt	Spitzenmieten	0,0%**
1. Hj. 2017	Büromarkt Frankfurt	Durchschnittsmieten	0,5%**
2012 bis 2016	Einzelhandelsimmobilien	Investment	13,6%
2012 bis 2016	Einzelhandelsimmobilien	Spitzenmieten Top 7	3,4%
2012 bis 2016	Einzelhandelsimmobilien	Spitzenmieten Regional 12	1,6%
2012 bis 2016	Einzelhandelsimmobilien	Durchschnittsmieten Seitenlagen Top 7	1,4%
2012 bis 2016	Einzelhandelsimmobilien	Durchschnittsmieten Seitenlagen Regional 12	0,0%
2012 bis 2016	Einzelhandel	Umsatz	2,0%
2012 bis 2016	Hotelimmobilien	Investment	41,7%
2017	Allgemeine Konjunktur	BIP	1,4%**
2018	Allgemeine Konjunktur	BIP	1,6%**
2016 bis 2021	Büromarkt Berlin	Spitzenmieten	2,4%
2016 bis 2021	Büromarkt Frankfurt	Spitzenmieten	2,4%
2017	Einzelhandelsimmobilien	Spitzenmieten Top 7	0,3%**
2017	Einzelhandelsimmobilien	Spitzenmieten Regional 12	0,4%**
2014 bis 2020	Einzelhandel	Umsätze	1,4%

** kein CAGR

BBWP GMBH

b. Wettbewerber

Für einen potenziellen Mieter stehen bei der Auswahl eines Objekts die Lage, der Preis sowie die Ausstattung im Fokus. Der Vermieter nimmt hierbei nur einen untergeordneten Stellenwert ein.

Neben börsennotierten Immobiliengesellschaften wie DIC Asset AG, alstria office REIT AG, Hamborner REIT AG, Deutsche Euroshop AG, VIB Vermögen AG und DEMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG können daher als weitere Wettbewerbergruppen der TLG und der WCM Investmentfonds und Asset Manager, Private Equity-Unternehmen, Versicherungen, Banken und Privatinvestoren angesehen werden. Dies gilt sowohl für den Ankauf von neuen Immobilien als auch für den Wettbewerb um finanzstarke Mieter für die Bestandsimmobilien.

Aufgrund der verschiedenen Wettbewerbergruppen ergibt sich somit eine relativ hohe Fragmentierung des Gewerbeimmobilienmarkts. Geografisch betrachtet sind die Wettbewerbergruppen – abgesehen von den börsennotierten Immobiliengesellschaften – oftmals jedoch lediglich in den einzelnen regionalen Märkten als Wettbewerber der TLG und der WCM zu sehen.

Aufgrund dessen stellen unseres Erachtens die börsennotierten Immobiliengesellschaften, die auch in der Peer Group verwendet wurden, die bestmöglichen Vergleichsunternehmen der TLG und der WCM dar. Diese Unternehmen sind aufgrund ihrer Portfolios und der geografischen Diversifikation am besten mit der TLG und der WCM vergleichbar. Für die Beschreibung der einzelnen Vergleichsunternehmen der verwendeten Peer Group verweisen wir auf Kapitel C.IV.1.9.b.

c. Geplante Ergebnisse der WCM

Detailplanungsphase

Die Planungsrechnung 2017 bis 2021 auf Basis der Ertragslage in der Detailplanungsphase der WCM stellt sich wie folgt dar:

WCM - Konzerngesamtergebnisrechnung (in EUR Mio.)	2016A bereinigt	2017	2018	2019	2020	2021
1. Mieterlöse	32,6	46,1	55,8	56,0	58,8	58,7
Wachstum	212,2%	41,3%	21,1%	0,3%	5,1%	-0,2%
2. Nichtumlagefähige Betriebskosten	-0,9	-1,5	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1
3. Aufwendungen für Instandhaltung	-0,4	-1,2	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8
4. Übrige Leistungen	-1,4	-2,0	-2,9	-3,3	-2,0	-2,5
5. Aufwendungen aus der Objektbewirtschaftung	-2,8	-4,7	-6,6	-7,1	-5,9	-6,4
Quote	8,6%	10,3%	11,8%	12,7%	10,0%	10,9%
6. Ergebnis aus der Vermietung	29,8	41,3	49,2	48,9	53,0	52,3
Quote	91,4%	89,7%	88,2%	87,3%	90,0%	89,1%
7. Sonstige betriebliche Erträge	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Quote	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
8. Personalaufwand	-3,7	-3,7	-3,7	-3,8	-3,9	-3,9
Quote	11,2%	8,0%	6,7%	6,8%	6,5%	6,7%
9. Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,2	-22,5	-6,1	-4,0	-4,1	-4,1
Quote	28,2%	48,8%	10,9%	7,2%	6,9%	7,1%
10. EBITDA	17,4	15,2	39,4	41,1	45,0	44,3
Quote	53,4%	33,0%	70,6%	73,4%	76,6%	75,4%
11. Planmäßige Abschreibungen	-1,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Quote	3,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,5%
12. EBIT	16,3	14,9	39,1	40,8	44,8	44,0
Quote	50,1%	32,4%	70,2%	72,9%	76,1%	75,0%

In der Planungsrechnung wurden die positiven Bewertungseffekte aus dem Immobilienportfolio nicht berücksichtigt, da diese bereits in der Aufsatzbilanz erfasst waren. Zudem sind die nicht zahlungswirksamen Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Aktienoptionsprogramm nicht berücksichtigt worden.

Mieterlöse

Die Mieterlöse steigen von EUR 32,6 Mio. in 2016 auf EUR 58,7 Mio. in 2021. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzanstieg im Planungszeitraum von ca. 13 %. Der Detailaufriss der Mieterlöse sowie dem dazugehörigen Immobilienbestand kann der folgenden Tabelle entnommen werden:

BBWP GMBH

WCM (in EUR Mio.)	2016A	Planung				
		2017	2018	2019	2020	2021
1. Mieterlöse gesamt	32,6	46,1	55,8	56,0	58,8	58,7
Wachstum	212,2%	41,3%	21,1%	0,3%	5,1%	-0,2%
2. Mieterlöse Bestand	32,6	46,1	46,5	46,4	49,1	49,4
3. Mieterlöse Akquisitionen	n.a.	n.a.	9,3	9,5	9,7	9,3
Mieterlöse gesamt	32,6	46,1	55,8	56,0	58,8	58,7
1. Immobilienbestand gesamt	689,5	817,8	988,4	1.005,0	1.010,8	1.017,2
Wachstum	37,5%	18,6%	20,9%	1,7%	0,6%	0,6%
2. Bestandsvolumen	689,5	689,5	689,5	689,5	689,5	689,5
3. Akquisitionen (kumuliert)	n.a.	122,5	277,7	277,7	277,7	277,7
4. Veräußerungen (kumuliert)	n.a.	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
5. CAPEX (kumuliert)	n.a.	7,9	23,3	39,9	45,7	52,0
Immobilienbestand gesamt	689,5	817,8	988,4	1.005,0	1.010,8	1.017,2
Ø Immobilienbestand gesamt	595,5	791,5	980,7	996,7	1.007,9	1.014,0
Mietrendite auf Ø Immobilienbestand	5,5%	5,8%	5,7%	5,6%	5,8%	5,8%

Aus der Tabelle wird ersichtlich, dass der wesentliche Teil des Umsatzanstiegs bereits aus dem Jahr 2017 und 2018 resultiert mit einem Umsatzwachstum von ca. 41 % in 2017 und 21 % in 2018. In den folgenden Jahren kommt es zu einer deutlichen Reduzierung des Umsatzwachstums von jährlich ca. 2 % zwischen 2018 und 2021. Hintergrund ist, dass der wesentliche Teil des Umsatzanstiegs aus den geplanten Akquisitionen in 2017 und 2018 resultiert. Durch die Akquisitionen wird in 2018 ein geschätzter Immobilienbestand von ca. EUR 989 Mio. erreicht. Weitere Akquisitionen werden danach durch die WCM nicht geplant, da auch infolge der dann erreichten erhöhten Net Loan-to-Value Quote bzw. geringen FFO-Margen weitere Akquisitionen und deren Finanzierungen nicht realisiert werden können.

Hinsichtlich der Bestandsimmobilien ergeben sich im Zeitraum von 2018 bis 2021 durchschnittliche jährliche Umsatzsteigerungen von ca. 2 %. Im jährlichen Verlauf schwanken diese stark zwischen 0 % und 5 %. Der Grund für die stark schwankenden Mieterlöse resultiert aus der Planung der Mieten auf Einzelobjektebene. Neben den vertraglichen Mieten sind auch Leerstandsperioden und mietfreie Zeiten bei Mieterwechseln zu berücksichtigen, die auch rückläufige Gesamtmieten zur Folge haben können.

Die Umsatzzuwächse im Planungszeitraum liegen in den Jahren 2017 und 2018 infolge der geplanten Akquisitionen über dem Median der Peer Group Unternehmen (vgl. zur Peer Group Kapitel C.IV.1.9.b.) zwischen ca. 0 % und ca. 4 %. Im Jahr 2019 wird ein Median in Bezug auf das Umsatzwachstum der Peer Group Unternehmen

BBWP GMBH

von ebenfalls ca. 4 % geschätzt. Dieses wird von der WCM im Jahr 2019 mit ca. 0 % zwar nicht erreicht, aber im Jahr 2020 mit ca. 5 % übertroffen.

Ergebnis aus der Vermietung

Das Ergebnis aus der Vermietung resultiert aus den Mieterlösen abzüglich der nicht umlagefähigen Betriebskosten, Instandhaltungen sowie sonstige Kosten.

Die **nicht umlagefähigen Betriebskosten** weisen im Planungszeitraum eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von ca. 18 % gegenüber 2016 auf. Der Anstieg resultiert vor allem aus dem Planjahr 2017, infolge des geplanten Zukaufs. Die nicht umlagefähigen Betriebskosten steigen hier von 3 % der Mieterlöse auf ca. 4 % der Mieterlöse und beharren danach nahezu auf diesem prozentualen Anteil.

Die **Instandhaltungen** umfassen im Wesentlichen Aufwendungen für laufende Instandhaltungen und Modernisierungen. In der Darstellung der Ertragslage werden nur die nichtaktivierten Instandhaltungen abgebildet. Der Anstieg der Instandhaltungsquote von ca. 1 % in 2016 auf ca. 3 % in den Jahren 2017 bis 2021 resultiert u.a. aus geringeren Instandhaltungsaufwendungen im Zuge des Neuerwerbs von Immobilien in der Vergangenheit.

Die **übrigen Leistungen** der Betriebs- und Nebenkosten enthalten Mietausfälle, Leerstandskosten sowie Verwaltungskosten und Vermietungsprovisionen. Die Aufwandsquote in 2021 in Höhe von ca. 4 % ist nahezu vergleichbar mit der Aufwandsquote in den Jahren 2016 und 2017. Die zwischenzeitlichen Fluktuationen beruhen vor allem auf dem Auslaufen von Mieterverträgen.

Das **Ergebnis aus der Vermietung** steigt im Planungszeitraum bis 2021 jährlich um durchschnittlich ca. 12 % und entwickelt sich somit nahezu proportional zum Umsatzwachstum. Infolge dessen wird eine Quote von ca. 89 % in 2021 erreicht, die geringfügig unterhalb der Quote von ca. 91 % im Jahre 2016 liegt.

Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern resultiert aus dem Ergebnis aus der Vermietung abzüglich des Personalaufwands, den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, den Abschreibungen zuzüglich der sonstigen betrieblichen Erträge.

BBWP GMBH

Der **Personalaufwand** entwickelt sich mit einer jährlichen Wachstumsrate von 1,5 % von EUR 3,7 Mio. in 2017 bis EUR 3,9 Mio. in 2021. Für den gesamten Planungszeitraum wird eine Mitarbeiteranzahl von 30 zugrunde (28 Mitarbeiter und 2 Vorstände) gelegt.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** reduzieren sich im Planungszeitraum signifikant. Dies resultiert aus der Beendigung der Akquisitionstätigkeiten der WCM ab dem Planjahr 2019. In den Jahren 2016 bis 2018 sind in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, Kosten für (abgebrochene) Transaktionen in Höhe von EUR 4 Mio. (2016) bzw. EUR 2,3 Mio. (2017) und EUR 2 Mio. (2018) enthalten. Zudem sind Aufwendungen im Zusammenhang mit der Übernahme der WCM durch die TLG in Höhe von EUR 11,6 Mio. in 2017 erfasst. Hierin enthalten sind Abfindungsbeträge gegenüber dem Vorstand und leitenden Angestellten der WCM in Höhe von ca. EUR 5,1 Mio., die nach IFRS Personalaufwand darstellen. Eine Umklassifizierung hat jedoch keine Auswirkungen auf die Bewertung. Die um diese Positionen bereinigten sonstigen betrieblichen Aufwendungen verharren weitestgehend zwischen EUR 4 und EUR 4,1 Mio. ab 2019.

Die **Abschreibungen** liegen im Planungszeitraum 2017 bis 2021 zwischen EUR 0,2 Mio. und EUR 0,3 Mio.

Sonstige betriebliche Erträge fallen im Planungszeitraum nicht an.

Das **EBIT** steigt im Planungszeitraum bis 2021 jährlich durchschnittlich über 20 % und entwickelt sich somit überproportional zum Umsatzwachstum. Dies resultiert vor allem aus der Reduzierung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Zuge der Beendigung von Transaktionen. Die EBIT Marge steigt bis auf ca. 75 % in 2021.

Die EBIT Marge der WCM im Planungszeitraum liegt jeweils unterhalb dem Median der Peer Group Unternehmen im identischen Planjahr (vgl. zur Peer Group Kapitel C.IV.1.9.b.). Der Median der Peer Group Unternehmen bewegt sich in den Planjahren zwischen ca. 74 % (2017) und ca. 80 % (2019). Insofern ist jedoch eine Annäherung an die geplanten EBIT Margen der Peer Group zu erkennen, die sich aus der Konsolidierung des Geschäftes der WCM ergibt.

BBWP GMBH

Die **Planungsrechnung 2017 bis 2021 auf Basis der Bilanzplanung** der WCM in der Detailplanungsphase stellt sich zusammengefasst wie folgt dar:

WCM - Konzernbilanz (in EUR Mio.)	31.12.2016A bereinigt	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
I. Anlagevermögen	705,7	831,7	1.002,3	1.018,9	1.024,7	1.031,1
1. Immaterielle Vermögenswerte	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
2. Sachanlagen	693,0	818,9	989,5	1.006,1	1.011,9	1.018,3
a) Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	689,5	817,8	988,4	1.005,0	1.010,8	1.017,2
b) Betriebs- und Geschäftsausstattung	3,1	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
c) Sonstige langfristige Vermögenswerte	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
3. Sonstiges Anlagevermögen	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
II. Umlaufvermögen	29,9	30,9	29,7	29,8	30,1	30,1
III. Summe Aktiva	735,7	862,5	1.032,0	1.048,6	1.054,8	1.061,1

WCM - Konzernbilanz (in EUR Mio.)	31.12.2016A bereinigt	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
I. Eigenkapital	341,3	346,2	443,3	470,8	490,9	511,3
II. Rückstellungen	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4
III. Verzinsliche Verbindlichkeiten	361,9	479,5	551,9	541,0	527,1	513,1
IV. Unverzinsliche Verbindlichkeiten	15,1	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4
V. Summe Passiva	735,7	862,5	1.032,0	1.048,6	1.054,8	1.061,1

Die Planung der Aktiva berücksichtigt die **Erhöhung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilie** infolge der Akquisitionen in den Jahren 2017 bis 2018 zuzüglich der regulären Investitionen und abzüglich der geplanten Verkäufe. Die Investitionen berücksichtigen hierbei die auf Objektebene geplanten Instandhaltungsaufwendungen und Mieterausbauten, die im Planungszeitraum 2017 bis 2021 relativ stark schwanken.

Das **sonstige Anlagevermögen**, bestehend aus latenten Steuern und finanziellen Vermögenswerten, verbleibt konstant bei EUR 12,6 Mio. im Planungszeitraum.

Das **Umlaufvermögen** beharrt relativ konstant im Bereich von EUR 30 Mio. Als operativer Mindestkassenbestand wurden EUR 5 Mio. angesetzt, was einem Anteil von 11 % der Mieterlöse entspricht. Dieses Verhältnis wurde auch für die Entwicklung des Kassenbestands der zukünftigen Planjahre berücksichtigt.

Die Entwicklung des **Eigenkapitals** berücksichtigt sowohl die bereits abgeschlossenen Transaktionen in 2017 als auch die geplanten Akquisitionen in 2018, die zu 32 % mit Eigenkapital finanziert werden sollen, unter Berücksichtigung der geplanten The-saurierungs- bzw. Ausschüttungsannahmen.

BBWP GMBH

Die **verzinslichen Verbindlichkeiten** steigen zunächst im Planungszeitraum 2017 und 2018 bis auf ca. EUR 555,9 Mio. an. Der Anstieg ist bedingt durch die abgeschlossenen Finanzierungen in 2017 und der geplanten Akquisition in 2018 mit einem Fremdkapitalanteil von 68 %. Ab dem Jahr 2019 kommt es zu einer Reduzierung der verzinslichen Verbindlichkeiten aufgrund der geplanten Tilgungen.

Erweiterte Planungsrechnung, Konvergenzphase und Ewige Rente

In der **erweiterten Planungsrechnung** der Jahre 2022 bis 2026 wurde ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von ca. 1 % unterstellt. Auch hier ergeben sich infolge von punktuellen Leerstand und mietfreier Zeit Schwankungen. Akquisitionen wurden hingegen, wie zum Ende des Detailplanungszeitraums, nicht mehr geplant. Die EBIT Marge bewegt sich in der Bandbreite zwischen 72 % und 75 % und somit innerhalb der Werte aus dem Detailplanungszeitraum. In der erweiterten Planungsrechnung sind zudem Investitionen in Bezug auf den Umsatz zwischen 10,7 % und 19,5 % und ein Abbau der verzinslichen Fremdkapitalien geplant.

In der **Konvergenzphase** 2027 wurde, unter Zugrundelegung der Planannahmen in der erweiterten Planungsrechnung, ein Wachstum der Umsatzerlöse von 1 % unterstellt. Es ergibt sich eine EBIT Marge von 72,5 %. Die Reduzierung der EBIT Marge von 2027 gegenüber 2026 beruht vor allem auf erhöhten nicht umlagefähigen Betriebskosten und höheren sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Die EBIT Marge von 72,5 % entspricht dem durchschnittlichen beobachtbaren Niveau der Peer Group durch den Bewertungsgutachter. Die nachhaltigen Investitionen in Bezug auf den Umsatz wurden in Höhe von 17,8 % angesetzt.

In der Ewigen Rente wurde eine nachhaltige Wachstumsrate von 1 % angesetzt.

Würdigung der Planungsrechnung

Wir haben die uns vorgelegte Detailplanung und die erweiterte Planung der WCM sowie die Konvergenzphase und die Prognose des nachhaltigen Ergebnisses in der Ewigen Rente durch den Bewertungsgutachter inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen.

BBWP GMBH

Nach unseren Analysen sind in der zugrundeliegenden Unternehmensplanung der WCM die künftig zu erwartenden wesentlichen Erfolgsbeiträge abgebildet. Vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse, der erwarteten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie den Entwicklungen der wesentlichen Wettbewerber halten wir diese für angemessen. Sowohl die vom Bewertungsgutachter durchgeführten Marktanalysen als auch unsere eigenen bestätigen diese Entwicklung.

Auf Basis der geführten Gespräche, der zur Unterlegung von Annahmen erhaltenen einzelnen Unterlagen sowie unserer Plausibilisierungsarbeiten erscheinen uns die vorliegende und der Bewertung zugrundeliegende Unternehmensplanung sowie deren Fortentwicklung in der erweiterten Planungsrechnung, im Konvergenzzeitraum und in der Phase der Ewigen Rente als angemessen. Den Rückgang der nachhaltigen EBIT Quote auf das Niveau der Peer Group Unternehmen halten wir vor Hintergrund der weitest gehenden Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle sowie unter Berücksichtigung der EBIT Quoten in den Planungsphasen ab 2018 für angemessen. Auch unsere eigenen Recherchen in der Bloomberg Datenbank haben zu einer vergleichbaren durchschnittlichen EBIT-Marge der Wettbewerber geführt.

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

1.7.4. Finanzergebnis

Das Finanzergebnis wurde, wie in der Bewertungspraxis üblich, auf Basis einer eigenen Finanzbedarfsrechnung des Bewertungsgutachters ergänzt und berücksichtigt die Verzinsung der finanziellen Verbindlichkeiten. Der Anstieg der Zinsaufwendungen wird zunächst maßgeblich beeinflusst durch die zusätzlichen Akquisitionen in 2017 und 2018. In der Phase der erweiterten Planungsrechnung sinken zwar die Zinsaufwendungen infolge reduzierter Fremdkapitalbestände. Andererseits werden steigende Finanzierungssätze unterstellt. In der Konvergenzphase und der Phase der Ewigen Rente erfolgt eine langfristige Fortschreibung auf Basis der Fremdkapitalkonditionen des letzten Jahres.

BBWP GMBH

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

1.7.5. Unternehmenssteuern

Die Berechnung der Unternehmenssteuern wurde, wie in der Bewertungspraxis üblich, unter ergänzender Modellierung des Bewertungsgutachters vorgenommen.

Bei der Wertermittlung wurden die Überschüsse um die auf Unternehmensebene anfallenden definitiven Steuerbelastungen gekürzt. Als betriebliche Ertragsteuern wurden vom Bewertungsgutachter die Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag entsprechend des derzeit gültigen Steuersystems sachgerecht berücksichtigt. Infolge der geplanten Inanspruchnahme der erweiterten gewerbsteuerlichen Kürzung fallen keine Gewerbesteuern an.

Zum 31. Dezember 2016 bestanden bei der WCM körperschaftsteuerliche Verlustvorträge in Höhe von EUR 284 Mio. Als Folge des Erwerbes der Anteile der WCM durch die TLG geht die WCM von einem teilweisen Untergang der auf Ebene der WCM bestehenden Verlustvorträge gemäß § 8c KStG aus. Soweit die Verlustvorträge die gesamten zum Zeitpunkt des Erwerbs vorhandenen stillen Reserven des Betriebsvermögens der WCM nicht übersteigen, kann gemäß § 8c Abs. 1 S. 6 KStG der Verlustvortrag weiterhin abgezogen werden. Folglich wurde im Planungszeitraum ein Verlustvortrag in Höhe von ca. EUR 238 Mio. bei der Ermittlung der Körperschaftsteuerbelastung berücksichtigt, welcher zu einer Minderung der Steuerbelastung führte.

Da sich durch die langen steuerlichen Nutzungsdauern der Immobilien und die hohen körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge Effekte über das technische Jahr der Berücksichtigung der Ewigen Rente hinaus ergeben, wurden die Ertragsteuern ausmodelliert und die Steuereffekte barwertäquivalent als jährliche Annuität im Konvergenzjahr und in der Fortführungsphase erfasst.

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

BBWP GMBH

1.7.6. Minderheitenanteile

Minderheiten wurden bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse nicht berücksichtigt, sondern als Sonderwert erfasst.

1.7.7. Ableitung der finanziellen Überschüsse

Ausschüttungsannahmen

Die WCM hat keine konkrete Ausschüttungsplanung vorgesehen. Für den Planungszeitraum 2017 bis 2026 hat der Bewertungsgutachter daher in Abstimmung mit der Gesellschaft eine Ausschüttungspolitik unter Berücksichtigung des individuellen Unternehmenskonzepts, d.h. unter Berücksichtigung der geplanten Investitionen, Akquisitionen und Fremdkapitaltilgungen vorgenommen. Hierbei wurde unterstellt, dass alle liquiden Mittel, die nach vollständiger Mittelverwendung zur Verfügung stehen ausgeschüttet werden.

Für die Konvergenzphase und die Phase der Ewigen Rente wurde vom Bewertungsgutachter im Rahmen einer unmittelbaren Typisierung nach IDW S 1 eine Ausschüttungsquote in Höhe von 65 % des zur Ausschüttung verfügbaren Ergebnisses angesetzt, welche der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der Peer Group Unternehmen entspricht. Diese Ausschüttungsquote liegt auch in der Bandbreite von historisch für den deutschen Markt beobachteten Ausschüttungsquoten. Diese lagen entsprechend einer Untersuchung zwischen 40 % und 70 % (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 17/2004, S. 894). Wir erachten die angesetzte nachhaltige Ausschüttungsquote als angemessen.

Zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums in der Ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter zutreffend eine Thesaurierung in Höhe von 1 % bezogen auf das Eigenkapital zum Ende des Jahres 2027 vorgenommen.

Berücksichtigung von Ertragsteuern

Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektiver Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich. Bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen i.S.d. IDW S 1 werden der Typisierung im Einklang mit der langjährigen

BBWP GMBH

Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person zugrunde gelegt. Hierzu sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativrendite zu treffen. Entsprechend den Empfehlungen des IDW ist der Bewertungsgutachter bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern von den Verhältnissen einer inländischen, natürlichen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person als Anteilseigner ausgegangen. Aufgrund der Existenz eines positiven steuerlichen Einlagekontos hat der Bewertungsgutachter auch zutreffend zwischen Dividendenausschüttungen und Einlagenrückgewähr unterschieden.

Für die Wertbeiträge aus Ausschüttungen hat der Bewertungsgutachter die persönlichen Steuern zutreffend unter Berücksichtigung der Abgeltungsteuer berechnet. Für die Abgeltungsteuer wurde ein Steuersatz in Höhe von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % angesetzt. Bei der Einlagenrückgewähr wurde vom Bewertungsgutachter eine Steuerbelastung in Höhe von 13,188 % berücksichtigt. Diese Vorgehensweise erfolgte in Anlehnung an die Besteuerung der Wertbeiträge aus Thesaurierungen und berücksichtigt letztlich, dass nach der Unternehmensteuerreform 2008, steuerfreie Rückzahlungen aus dem steuerlichen Einlagekonto im Rahmen der Unternehmensbewertung "lediglich" zu einer Steuerstundung und nicht zu einer Steuerersparnis führen (vgl. Bertram, WPg 2017, S. 152). Da das steuerliche Einlagekonto jedoch diese steuerfreien Ausschüttungen bis über das Jahr der Ewigen Rente hinaus ermöglicht, wurde die sich hiernach ergebende Steuerstundung barwertäquivalent in der Ewigen Rente erfasst. Wir erachten diese Vorgehensweise als sachgerecht.

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

BBWP GMBH

Kapitalerhöhungen

Die negativen finanziellen Überschüsse aus Kapitalerhöhungen wurden separat dargestellt. Diese betreffen das Jahr 2018 mit einer Kapitalerhöhung von EUR 70,2 Mio.

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

1.7.8. Darstellung der finanziellen Überschüsse

Die Ableitung der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse stellt sich zusammengefasst wie folgt dar:

(in EUR Mio.)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 Phase II	
Jahresüberschuss	4,9	26,9	28,6	33,0	32,4	32,0	31,6	30,2	31,3	33,7	31,9	32,2
<i>Ausschüttungsquote</i>	0%	0%	4%	39%	37%	25%	35%	18%	36%	32%	65%	65%
<i>Thesaurierungsquote</i>	100%	100%	96%	61%	63%	75%	65%	82%	64%	68%	35%	35%
finanzielle Überschüsse	0,0	-70,2	1,1	12,9	12,0	8,0	11,0	5,5	11,3	10,7	25,6	25,9
davon Hinzurechnung Dividende	-	-	1,1	12,9	12,0	8,0	11,0	5,5	11,3	10,7	20,7	20,9
davon Einlagenrückgewähr	-	-	1,1	12,9	12,0	8,0	11,0	5,5	11,3	10,7	20,7	17,6
<i>persönliche Steuern (13,2%)</i>	-	-	-0,1	-1,7	-1,6	-1,1	-1,5	-0,7	-1,5	-1,4	-2,7	-2,3
davon regulär zu besteuern	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,4
<i>Typisierte Einkommensteuer auf Dividenden (26,4%)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,9
davon Hinzurechnung als fiktive Thesaurierung	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,9
<i>persönliche Steuern (13,2%)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,7
Zu kapitalisierende finanzielle Überschüsse ohne Kapitalerhöhung	0,0	0,0	1,0	11,2	10,4	7,0	9,6	4,8	9,8	9,3	22,3	22,0
finanzielle Überschüsse aus der Kapitalerhöhung	-	-70,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Diese finanziellen Überschüsse sind periodenspezifisch mit dem relevanten Kapitalkostensatz zu diskontieren. Hierbei ist vom Bewertungsgutachter berücksichtigt worden, dass die negativen Zahlungsströme aus den Kapitalerhöhungen mit einem anderen Zinssatz diskontiert werden. Bezüglich weiterer Einzelheiten verweisen wir auf Abschnitt C.IV.1.10.

1.8. Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse TLG

1.8.1. Zugrundeliegende Planung und Planungsprozess

Für die TLG wurde nach den Grundsätzen des IDW S 1 – wie vorstehend beschrieben – von einer unbegrenzten Lebensdauer ausgegangen. Da für einen unendlichen Zeitraum eine dezidierte Planung nicht verlässlich ableitbar ist, wurde – wie allgemein

BBWP GMBH

bei Unternehmensbewertungen üblich – zwischen einer vom Vorstand verabschiedeten Detailplanungsphase (2017 bis 2021), einer Phase mit einer fortentwickelten Planungsrechnung sowie der Phase der Ewigen Rente ("Fortführungsphase") unterschieden. Im vorliegenden Fall wurde die Planung der TLG der Jahre 2017 bis 2021 um eine bewertungstechnisch notwendige Konvergenzphase von 2022 bis 2027 fortentwickelt, um ein normalisiertes, nachhaltiges Ergebnis für die Ewige Rente abzuleiten.

Der Bewertungsgutachter hat in seinem Bericht den Planungsprozess zutreffend dargestellt. Wir haben uns durch Gespräche mit den Planungsverantwortlichen der TLG von der Richtigkeit der Darstellung überzeugt.

1.8.2. Planungstreue

Zur Beurteilung der Planungstreue haben wir einen Soll-Ist-Vergleich auf Ebene des Ergebnisses aus der Vermietung und auf EBIT Ebene durchgeführt. In der untenstehenden Tabelle ist für ausgewählte Kennzahlen ein Plan- Ist-Vergleich dargestellt:

Planungstreue TLG in Mio. EUR	Abweichung			
	Plan	Ist	in Mio.	in %
2015*				
Ergebnis aus der Vermietung	109,5	112,4	2,9	2,6%
Personal- und Verwaltungskosten	-20,3	-21,4	-1,1	5,6%
Übrige Erträge	0,6	5,5	5,0	875,9%
Ergebnis aus der Veräußerung von zum Verkauf gehaltenen Immobilien	4,1	8,7	4,6	112,6%
EBIT vor Bewertung von Immobilien	93,9	105,3	11,4	12,1%
Ergebnis aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwerts	0,0	87,9	87,9	-
EBIT	93,9	193,1	99,2	105,6%
2016				
Ergebnis aus der Vermietung	120,3	125,6	5,3	4,4%
Personal- und Verwaltungskosten	-20,6	-19,0	1,7	-8,0%
Übrige Erträge	0,6	0,8	0,2	34,4%
Ergebnis aus der Veräußerung von zum Verkauf gehaltenen Immobilien	0,0	6,4	6,4	-
EBIT vor Bewertung von Immobilien	100,3	113,8	13,5	13,5%
Ergebnis aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwerts	0,0	39,9	39,9	-
EBIT	100,3	153,7	53,4	53,2%

* Wie in Konzernabschluss 2015 dargestellt. Im Konzernabschluss 2016 Umgliederungen des Vorjahres 2015.

Die positive Planabweichung des Ergebnisses aus der Vermietung in 2015 in Höhe von EUR 2,9 Mio. ist im Wesentlichen bedingt durch geringere Instandhaltungskosten. Die positive Planabweichung der Instandhaltungskosten ist vornehmlich der Liegenschaft Porsche Zentrum, Dresden, zuzuordnen. Die Abweichung wurde mit einer erwarteten zeitlichen Verschiebung der Instandhaltungsaufwendungen begründet.

BBWP GMBH

Die positive Planabweichung des EBIT vor Bewertung von Immobilien in 2015 ergibt sich zudem aus höheren übrigen Erträgen und einem höheren Ergebnis aus der Veräußerung von zum Verkauf gehaltenen Immobilien. In den nicht geplanten übrigen Erträgen sind unter anderem eine nicht geplante Versicherungsentschädigung (EUR 1,6 Mio.) sowie Erträge aus der Auflösung von Wertberichtigungen (EUR 1,3 Mio.) enthalten. Die Erhöhung des Ergebnisses aus der Veräußerung von zum Verkauf gehaltenen Immobilien resultiert primär aus dem Verkauf der Kaiser's Filiale Winsstraße, Berlin (EUR 3,8 Mio.).

In 2016 resultiert die positive Planabweichung des Ergebnisses aus der Vermietung primär aus höheren als geplanten Mieterlösen infolge von nicht geplanten Zukäufen in Höhe von EUR 4,4 Mio. im Jahr 2016. Die positive Abweichung des EBIT vor Bewertung von Immobilien ergibt sich zudem aus nicht geplanten Ergebnissen aus der Veräußerung von zum Verkauf gehaltenen Immobilien.

Insgesamt halten wir es trotz der Planüber- bzw. -unterschreitungen in der Vergangenheit für sachgerecht, die Planungsrechnung als Grundlage für die Ableitung des Unternehmenswerts heranzuziehen.

1.8.3. Planungsplausibilisierung

Für die Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnungen haben wir die geplanten Ergebnisse der TLG vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse, der aktuellen wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen sowie des Marktumfelds analysiert. Hierzu haben wir in einem ersten Schritt die uns zur Verfügung gestellten Unterlagen untersucht. Wesentlicher Bestandteil der Unterlagen war hierbei zunächst die gutachterliche Stellungnahme der ValueTrust, in der die Planungsrechnung der TLG in Einklang stehend mit den Anforderungen des IDW Praxishinweis 2/2017 plausibilisiert wurde. Ausgehend von der rechnerischen und formellen Plausibilität der Planung wurde deren interne Plausibilität sowie externe Plausibilität, durch eine Markt- und Wettbewerbsanalyse sowie eine SWOT Analyse überprüft. Anschließend haben wir mit den Planungsverantwortlichen seitens der TLG sowie des Bewertungsgutachters vertiefende Plausibilisierungsgespräche geführt. Ergänzend haben uns der Bewertungsgutachter und die TLG weitere Dokumente und Analysen bezüglich der Plausibilisierungsschritte und der Planungsrechnung zur Ver-

BBWP GMBH

fügung gestellt. Bei Nachfragen wurden uns von den für die Planung der TLG verantwortlichen Personen und des Bewertungsgutachters bereitwillig zusätzliche Informationen und Dokumente zur Verfügung gestellt.

Darüber hinaus haben wir die Planungsrechnung anhand der uns von der TLG und dem Bewertungsgutachter zur Verfügung gestellten Daten sowie auf Basis eigener Marktrecherchen plausibilisiert.

a. Wesentliche Marktentwicklung

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

b. Geplante Ergebnisse der TLG

Detailplanungsphase

Die Planungsrechnung 2017 bis 2021 auf Basis der Ertragslage in der Detailplanungsphase der TLG stellt sich wie folgt dar:

TLG - Konzerngesamtergebnisrechnung (in EUR Mio.)	2016A bereinigt	2017	2018	2019	2020	2021
1. Mieterlöse	144,4	158,0	173,6	191,4	214,7	249,2
Wachstum	12,0%	9,4%	9,8%	10,3%	12,2%	16,1%
2. Nichtumlagefähige Betriebskosten	-6,3	-7,8	-5,9	-6,3	-7,6	-8,2
3. Aufwendungen für Instandhaltung	-6,6	-7,3	-8,2	-9,6	-11,4	-13,0
4. Übrige Kosten	-5,9	-4,2	-4,3	-4,4	-6,0	-4,3
5. Aufwendungen aus der Objektbewirtschaftung	-18,8	-19,3	-18,4	-20,3	-25,0	-25,5
Quote	13,0%	12,2%	10,6%	10,6%	11,6%	10,2%
6. Ergebnis aus der Vermietung	125,6	138,7	155,2	171,1	189,6	223,7
Quote	87,0%	87,8%	89,4%	89,4%	88,4%	89,8%
7. Sonstige betriebliche Erträge	0,2	1,4	1,0	1,0	1,1	1,1
Quote	-0,2%	-0,9%	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,4%
8. Personalaufwand	-10,8	-11,7	-12,2	-13,2	-14,0	-14,8
Quote	7,5%	7,4%	7,0%	6,9%	6,5%	6,0%
9. Sonstige betriebliche Aufwendungen	-7,1	-12,1	-8,7	-9,6	-8,7	-9,1
Quote	4,9%	7,6%	5,0%	5,0%	4,0%	3,7%
10. EBITDA	107,9	116,3	135,2	149,2	168,1	200,9
Quote	74,7%	73,6%	77,9%	78,0%	78,3%	80,6%
11. Planmäßige Abschreibungen	-0,6	-0,4	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Quote	0,4%	0,3%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%
12. EBIT	107,3	115,9	134,2	148,3	167,1	199,9
Quote	74,3%	73,4%	77,3%	77,5%	77,8%	80,2%

In der Planungsrechnung wurden die positiven Bewertungseffekte aus dem Immobilienportfolio und den Finanzinstrumenten nicht berücksichtigt, da diese bereits in der Aufsatzbilanz erfasst waren.

Mieterlöse

Die Mieterlöse steigen von EUR 144,4 Mio. in 2016 auf EUR 249,2 Mio. in 2021. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzanstieg im Planungszeitraum von ca. 12 %. Der Detailaufriss der Mieterlöse sowie der dazugehörige Immobilienbestand kann der folgenden Tabelle entnommen werden:

TLG (in EUR Mio.)	2016A	Planung				
		2017	2018	2019	2020	2021
1. Mieterlöse gesamt	144,4	158,0	173,6	191,4	214,7	249,2
Wachstum	12,0%	9,4%	9,8%	10,3%	12,2%	16,1%
2. Mieterlöse Bestand	144,4	158,0	164,0	163,1	161,9	166,3
3. Mieterlöse Akquisitionen	n.a.	n.a.	10,2	31,9	56,5	86,8
4. Mieterlöse Veräußerungen	n.a.	n.a.	-0,6	-3,7	-3,8	-3,9
Mieterlöse gesamt	144,4	158,0	173,6	191,4	214,7	249,2
1. Immobilienbestand gesamt	2.285,3	2.368,0	2.720,1	3.144,6	3.624,0	4.147,9
Wachstum	31,4%	3,6%	14,9%	15,6%	15,2%	14,5%
2. Bestandsvolumen	2.285,3	2.285,3	2.285,3	2.285,3	2.285,3	2.285,3
3. Akquisitionen (kumuliert)	n.a.	111,0	461,0	861,0	1.311,0	1.811,0
4. Veräußerungen (kumuliert)	n.a.	-37,6	-73,6	-77,6	-77,6	-77,6
5. CAPEX (kumuliert)	n.a.	9,3	47,3	75,9	105,3	129,2
Immobilienbestand gesamt	2.285,3	2.368,0	2.720,1	3.144,6	3.624,0	4.147,9
Ø Immobilienbestand gesamt	2.012,4	2.326,7	2.544,0	2.932,3	3.384,3	3.885,9
Mietrendite auf Ø Immobilienbestand	7,2%	6,8%	6,8%	6,5%	6,3%	6,4%

Aus der Tabelle wird ersichtlich, dass der wesentliche Teil des Umsatzanstieges aus den geplanten Akquisitionen resultiert. Die Mieterlöse aus den Akquisitionen kumulieren sich auf ca. EUR 86,8 Mio. in 2021. Durch die Akquisitionen wird in 2021 ein geschätzter Immobilienbestand von ca. EUR 4.418 Mio. erreicht.

Betrachtet man hingegen nur die Mieterlöse aus den Beständen abzüglich der Veräußerungen, so ergeben sich zwischen den Jahren 2016 und 2021 jährliche Wachstumsraten von ca. 2 %. Ein Großteil dieses Wachstums resultiert hierbei bereits aus dem Jahr 2017, denn das durchschnittliche jährliche Wachstum der Mieterlöse zwischen 2017 und 2021 reduziert sich auf ca. 1 % p.a. Im Zeitraum 2018 bis 2021 ergeben sich darüber hinaus stark schwankende jährliche Entwicklungen (zwischen +4 % und -1 %). Der Grund für die stark schwankenden Mieterlöse resultiert aus der Planung der Mieten auf Einzelobjektenebene. Neben den vertraglichen Mieten sind auch Leerstandsperioden und mietfreie Zeiten bei Mieterwechseln zu berücksichtigen, die auch rückläufige Gesamtmieten zur Folge haben können.

Die Umsatzsteigerungen im Planungszeitraum der TLG liegen in allen Planjahren über dem Median der Peer Group Unternehmen (vgl. zur Peer Group Kapitel

BBWP GMBH

C.IV.1.9.b.). Das höhere Wachstumspotential der Mieterlöse aufgrund der Akquisitionen gegenüber der Peer Group ergibt sich aus einer verminderten Net Loan-to-Value Quote. Insofern ist davon auszugehen, dass die TLG stärker als die Peer Group Unternehmen weitere Immobilien erwerben wird. Im Vergleich zur WCM ergibt sich ab dem Planjahr 2019 ein höherer Umsatzzuwachs infolge der geplanten Beendigung der Akquisitionsbestrebungen der WCM.

Ergebnis aus der Vermietung

Das Ergebnis aus der Vermietung resultiert aus den Mieterlösen abzüglich der nicht umlagefähigen Betriebskosten, Instandhaltungen sowie sonstige Kosten.

Die **nicht umlagefähigen Betriebskosten** weisen im Planungszeitraum eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 5 % gegenüber 2016 auf. Die gegenüber den Mieterlösen unterproportionale Entwicklung führt zu einer Reduzierung der Quote von 4 % der Mieterlöse in 2016 auf ca. 3 % in 2021 und bewegt sich somit auf dem Niveau der WCM von 3 %.

Die **Instandhaltungen** umfassen im Wesentlichen Aufwendungen für laufende Instandhaltungen, Modernisierungen und Instandhaltungen im Rahmen von Mieterwechseln. In der Darstellung der Ertragslage werden nur die nichtaktivierten Instandhaltungen abgebildet. Die Instandhaltungen steigen im Planungszeitraum um durchschnittlich ca. 14 %. Dieser Anstieg ist zwar geringer als der Anstieg der Aufwendungen der WCM im gleichen Zeitraum. Allerdings ist die Instandhaltungsquote in den Planjahren 2019 bis 2021 mit über 5 % deutlich höher als bei der WCM.

Hingegen können die **übrigen Kosten** der TLG im Planungszeitraum um durchschnittlich jährlich ca. 6 % reduziert werden.

Das **Ergebnis aus der Vermietung** steigt im Planungszeitraum bis 2021 jährlich durchschnittlich um ca. 12 % und entwickelt sich somit nahezu proportional zum Umsatzwachstum. Infolge dessen wird eine Quote von ca. 90 % in 2021 erreicht. Diese Quote entspricht nahezu der Quote der WCM in 2021.

BBWP GMBH

Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern resultiert aus dem Ergebnis aus der Vermietung abzüglich des Personalaufwands, den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, den Abschreibungen zuzüglich der sonstigen betrieblichen Erträge.

Der **Personalaufwand** steigt im Planungszeitraum um durchschnittlich ca. 6 % gegenüber dem Jahr 2016.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** steigen im Planungszeitraum um durchschnittlich jährlich 5 % gegenüber dem Jahr 2016. Im Jahr 2017 kommt es infolge der Übernahme der WCM zu außerordentlich hohen sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Höhe von EUR 12,1 Mio. und einer Quote von 7,6 %. In den Planperioden 2018 bis 2021 reduzieren sich die Aufwendungen unter Berücksichtigung der regulären Akquisitionsplanungen.

Die **Abschreibungen** liegen im Planungszeitraum 2018 bis 2021 bei EUR 1 Mio. Der Anstieg gegenüber 2017 resultiert aus Mietincentives.

Die **sonstigen betrieblichen Erträge** werden in Höhe von EUR 1,1 Mio. bis EUR 1,4 Mio. geplant.

Das **EBIT** steigt im Planungszeitraum bis 2021 jährlich durchschnittlich um ca. 13 % und entwickelt sich somit leicht überproportional zum Umsatzwachstum. Dies resultiert neben der Verbesserung des Ergebnisses aus der Vermietung, vor allem aus der Reduzierung von sonstigen betrieblichen Aufwendungen und Personalkosten durch Skaleneffekte. Die EBIT Marge steigt von ca. 74 % in 2016 auf ca. 80 % in 2021.

Die EBIT Marge der TLG im Planungszeitraum liegt knapp unter dem für die Peer-Group Unternehmen prognostizierten Median, aber innerhalb der geschätzten Bandbreite (vgl. zur Peer Group Kapitel C.IV.1.9.b.). Im Jahr 2021 wird eine erhöhte EBIT-Marge von 80,2 % erreicht. Im Vergleich zur WCM ergibt sich in 2021 eine um ca. 5 % Punkte bessere EBIT Marge.

Die **Planungsrechnung 2017 bis 2021 auf Basis der Bilanzplanung** in der Detailplanungsphase der TLG stellt sich zusammengefasst wie folgt dar:

TLG - Konzernbilanz (in EUR Mio.)	31.12.2016A bereinigt	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
I. Anlagevermögen	2.308,3	2.392,5	2.743,6	3.167,2	3.645,6	4.168,5
1. Immaterielle Vermögenswerte	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
2. Sachanlagen	2.302,0	2.384,3	2.735,4	3.158,9	3.637,3	4.160,3
a) Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	2.285,3	2.368,0	2.720,1	3.144,6	3.624,0	4.147,9
b) Eigengenutzte Immobilien	6,1	6,2	6,1	5,9	5,8	5,6
c) Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
d) Andere Sachanlagen	10,0	9,9	9,1	8,2	7,4	6,6
3. Finanzanlagen	4,9	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
II. Umlaufvermögen	141,7	42,6	45,0	47,8	51,5	57,0
III. Summe Aktiva	2.450,0	2.435,1	2.788,7	3.215,0	3.697,1	4.225,5

TLG - Konzernbilanz (in EUR Mio.)	31.12.2016A bereinigt	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
I. Eigenkapital	1.129,5	1.145,4	1.317,9	1.509,5	1.721,4	1.963,3
II. Rückstellungen	219,5	219,3	219,3	219,3	219,3	219,3
III. Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.054,4	1.036,9	1.217,9	1.452,7	1.722,9	2.009,4
IV. Unverzinsliche Verbindlichkeiten	46,6	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5
V. Summe Passiva	2.450,0	2.435,1	2.788,7	3.215,0	3.697,1	4.225,5

Die Planung der Aktiva berücksichtigt die **Erhöhung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien** infolge der Akquisitionen in den Jahren 2017 bis 2021 zuzüglich der regulären Investitionen und abzüglich der geplanten Verkäufe. Die Investitionen berücksichtigen hierbei die auf Objektebene geplanten Instandhaltungsaufwendungen und Mieterausbauten, die im Planungszeitraum 2017 bis 2021 relativ stark schwanken.

Das **Finanzanlagevermögen**, bestehend aus Anzahlungen für Immobilien und anderen langfristigen Finanzanlagen, steigt im Jahr 2017 von EUR 4,9 Mio. auf EUR 6,7 Mio. und bleibt danach über den Planungszeitraum konstant.

Das **Umlaufvermögen** vermindert sich in 2017 (EUR 42,6 Mio.) deutlich gegenüber 2016 (EUR 141,7 Mio.). Der Grund hierfür liegt in den in 2017 bereits getätigten Immobilienankäufen. Danach erfolgt eine stetige Zunahme des Umlaufvermögens von EUR 42,6 Mio. auf EUR 57 Mio. in 2021. Als operativer Mindestkassenbestand wurden bei der TLG EUR 25 Mio. angesetzt, was einem Anteil von 15,8 % der Mieterlöse entspricht. Dieses Verhältnis wurde auch für die Entwicklung des Kassenbestands der zukünftigen Planjahre berücksichtigt.

BBWP GMBH

Die Entwicklung des **Eigenkapitals** berücksichtigt die geplanten Akquisitionen, die zu 40 % mit Eigenkapital finanziert werden sollen, unter Berücksichtigung der geplanten Thesaurierungs- bzw. Ausschüttungsannahmen.

Die **Rückstellungen** bleiben im Planungszeitraum weitestgehend konstant, da die latenten Steuerrückstellungen aus bewertungstechnischen Gründen mangels Zahlungswirksamkeit nicht fortentwickelt wurden.

Die **verzinslichen Verbindlichkeiten** steigen im Planungszeitraum 2017 bis 2021 auf ca. EUR 2.009,4 Mio. an. Der Anstieg ist vor allem bedingt durch die Finanzierung der Akquisitionen mit einem Fremdkapitalanteil von 60 %. Zusätzlich muss in den Jahren 2017 bis 2021 ein Kontokorrentkredit aufgenommen werden, um die geplanten Ausschüttungen zu finanzieren.

Die **unverzinslichen Verbindlichkeiten** bestehen aus Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, Steuerverbindlichkeiten und anderen lang- und kurzfristigen Verbindlichkeiten. Diese reduzieren sich von EUR 46,6 Mio. in 2016 auf EUR 33,5 Mio. in 2017 und bleiben dann für den Rest der Planungsperiode konstant.

Konvergenzphase und Ewige Rente

In der **Konvergenzphase der** Jahre 2022 bis 2027 werden das Volumen der Ankäufe sowie die erwarteten Mietrenditen für Immobilienakquisitionen schrittweise zurückgeführt. Entsprechend sinkt das Wachstum der Mieterlöse langfristig auf jährlich 1 %. Die EBIT Marge bewegt sich in der Bandbreite zwischen 77,6 % und 72,5 %. Der Rückgang der EBIT Marge resultiert aus den zu erwartenden sinkenden Ankaufsrenditen, steigenden nicht umlagefähigen Betriebskosten und erhöhten Verwaltungskosten.

Die EBIT Marge von 72,5 % in der Ewigen Rente entspricht dem durchschnittlichen beobachtbaren Niveau der Peer Group und entspricht zudem der EBIT Marge der WCM im vergleichbaren Zeitraum. In der Konvergenzphase wurden die Investitionen anhand der durchschnittlichen über den Detailplanungszeitraum beobachtbaren Investitionsquote fortgeschrieben.

BBWP GMBH

In der Ewigen Rente wurde, wie bei der WCM, eine nachhaltige Wachstumsrate von 1 % angesetzt.

Würdigung der Planungsrechnung

Wir haben die uns vorgelegte Detailplanung der TLG sowie die Konvergenzphase und die Prognose des nachhaltigen Ergebnisses durch den Bewertungsgutachter inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen.

Nach unseren Analysen sind in der zugrundeliegenden Unternehmensplanung der TLG die künftig zu erwartenden wesentlichen Erfolgsbeiträge abgebildet. Vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse, der erwarteten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie den Entwicklungen der wesentlichen Wettbewerber halten wir diese für ambitioniert, aber angemessen. Insbesondere die nach der Beendigung der Akquisitionstätigkeit der TLG vorzufindende Angleichung der EBIT Margen auf ein einheitliches Niveau der Wettbewerber halten wir aus Gründen der Vergleichbarkeit für vertretbar. Auch unsere eigenen Recherchen in der Bloomberg Datenbank haben zu einer vergleichbaren durchschnittlichen EBIT-Marge der Wettbewerber geführt.

Auf Basis der geführten Gespräche, der zur Unterlegung von Annahmen erhaltenen Unterlagen sowie unserer Plausibilisierungsarbeiten erscheinen uns die vorliegende und der Bewertung zugrundeliegende Unternehmensplanung sowie deren Fortentwicklung im Konvergenzzeitraum und in der Phase der Ewigen Rente als angemessen.

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

1.8.4. Finanzergebnis

Das Finanzergebnis wurde, wie in der Bewertungspraxis üblich, auf Basis einer eigenen Finanzbedarfsrechnung des Bewertungsgutachters vervollständigt und berücksichtigt die Verzinsung der finanziellen Verbindlichkeiten. Der Anstieg der Zinsauf-

BBWP GMBH

wendungen wird maßgeblich beeinflusst durch die zusätzlichen Akquisitionen bis 2025.

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

1.8.5. Unternehmenssteuern

Die Berechnung der Unternehmenssteuern wurde, wie in der Bewertungspraxis üblich, unter ergänzender Modellierung des Bewertungsgutachters vorgenommen.

Bei der Wertermittlung wurden die Überschüsse um die auf Unternehmensebene anfallenden definitiven Steuerbelastungen gekürzt. Als betriebliche Ertragsteuern wurden vom Bewertungsgutachter die Gewerbesteuer mit einer Gewerbesteuerquote in Höhe von 14,8 % unter Berücksichtigung eines Hebesatzes von 424 % sowie die Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag entsprechend des derzeit gültigen Steuersystems sachgerecht berücksichtigt.

Die TLG verfügte bis zum 1. Januar 2013, dem Zeitpunkt des damaligen Gesellschaftswechsels infolge der Privatisierung über erhebliche Verlustvorträge (Körperschaftsteuer: EUR 392 Mio.; Gewerbesteuer: EUR 376 Mio.). Auf Basis einer gutachterlichen Stellungnahme im Jahr 2014 ist die Gesellschaft von einem schädlichen Anteilseignerwechsel ohne Vorhandensein stiller Reserven ausgegangen, so dass in den Steuererklärungen 2013 der Untergang der vorhandenen Verlustvorträge erklärt wurde. Im Jahr 2016 wurde der Sachverhalt erneut überprüft und im Ergebnis kam die TLG zu der Auffassung, dass im Betriebsvermögen der TLG nachweislich stille Reserven in Höhe von mindestens EUR 200 Mio. zum 1. Januar 2013 nachgewiesen werden können. Daraufhin wurde am 21. Oktober 2016 die Änderung der Bescheide über die Verlustvorträge beantragt. Das Finanzamt hat den Anträgen mit Datum vom 8. November 2016 stattgegeben und die Bescheide unter dem Vorbehalt der Nachprüfung antragsgemäß geändert sowie gleichzeitig eine Betriebsprüfung für den Zeitraum 2012 bis 2015 mit Beginn ab April 2017 angeordnet. Es besteht noch keine höchstrichterliche Rechtsprechung, ob der gemeine Wert der Anteile einzig und allein einem vorliegenden Kaufpreis entspricht oder inwiefern ein alternativer Wertnachweis möglich ist. Auch die unverzüglich erfolgte Anordnung der Betriebsprüfung als direkte

BBWP GMBH

Reaktion auf die Änderungsanträge ist als Indiz für bestehende Zweifel an der Rechtsauslegung durch die TLG zu werten. Aufgrund der Unsicherheiten über das Vorhandensein der Verlustvorträge, trotz vorläufiger Änderung der Bescheide, hat die Gesellschaft von der Aktivierung eines latenten Steueranspruchs zum 31. Dezember 2016 sowie der Bilanzierung einer geminderten Steuerlast für die abgeschlossen Berichtsperioden abgesehen. Im Rahmen der Unternehmensbewertung wurden die steuerlichen Vorteile aus der Nutzbarkeit der Verlustvorträge mit dem Erwartungswert berücksichtigt. Dieser Erwartungswert basiert auf einer Wahrscheinlichkeit in Höhe von 37,5 %. Endgültige Sicherheit über das Bestehen der Verlustvorträge wird vermutlich erst nach Abschluss der Betriebsprüfung vorliegen. Da sich durch die langen steuerlichen Nutzungsdauern der Immobilien und die hohen körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge Effekte über das technische Jahr der Berücksichtigung der Ewigen Rente hinaus ergeben, wurden die Ertragsteuern ausmodelliert und die Steuereffekte barwertäquivalent als jährliche Annuität im letzten Jahr der Konvergenzphase erfasst.

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

1.8.6. Minderheitenanteile

Minderheitenanteile wurden aus Wesentlichkeitsgesichtspunkten nicht geplant. Wir halten diese Vorgehensweise in Anbetracht der Unwesentlichkeit für angemessen.

1.8.7. Ableitung der finanziellen Überschüsse

Für den Planungszeitraum 2017 bis 2021 hat der Bewertungsgutachter die geplanten Ausschüttungen der TLG berücksichtigt, die zunächst eine Aufnahme eines Kontokorrentkredits zur Folge haben. In der Konvergenzphase 2022 bis 2025 reduziert sich die prozentuale Ausschüttung, da die Kontokorrentkreditlinien zurückgeführt werden.

Ab dem Jahr 2026 ff. wurde vom Bewertungsgutachter im Rahmen der unmittelbaren Typisierung eine Ausschüttungsquote in Höhe von 65 % des zur Ausschüttung verfügbaren Ergebnisses angesetzt, welche der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der Peer Group Unternehmen entspricht. Diese Ausschüttungsquote liegt auch in der Bandbreite von historisch für den deutschen Markt beobachteten Ausschüttungsquo-

ten. Diese lagen entsprechend einer Untersuchung zwischen 40 % und 70 % (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 17/2004, S. 894). Wir erachten die angesetzte nachhaltige Ausschüttungsquote der TLG als angemessen.

Zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums in der Ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter zutreffend eine Thesaurierung in Höhe von 1 %, bezogen auf das Eigenkapital zum Ende des Jahres 2027, vorgenommen.

Berücksichtigung von Ertragsteuern

Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektiver Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich. Bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen i.S.d. IDW S 1 werden der Typisierung im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person zugrunde gelegt. Hierzu sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativrendite zu treffen. Entsprechend den Empfehlungen des IDW ist der Bewertungsgutachter bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern von den Verhältnissen einer inländischen, natürlichen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person als Anteilseigner ausgegangen. Aufgrund der Existenz eines positiven steuerlichen Einlagekontos hat der Bewertungsgutachter auch zutreffend zwischen Dividendenausschüttungen und Einlagenrückgewähr unterschieden.

Für die Wertbeiträge aus Ausschüttungen hat der Bewertungsgutachter die persönlichen Steuern zutreffend unter Berücksichtigung der Abgeltungsteuer berechnet. Für die Abgeltungsteuer wurde ein Steuersatz in Höhe von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % angesetzt. Bei der Einlagenrückgewähr wurde von dem Bewertungsgutachter eine Steuerbelastung in Höhe von 13,188 % berücksichtigt. Diese Vorgehensweise erfolgte in Anlehnung an die Besteuerung der Wertbeiträge aus Thesaurierungen und berücksichtigt letztlich, dass nach der Unternehmenssteuerreform 2008, steuerfreie Rückzahlungen aus dem steuerlichen Einlagekonto im Rahmen der Unternehmensbewertung "lediglich" zu einer Steuerstundung und nicht zu einer Steuerersparnis führen (vgl. Bertram, WPg 2017, S. 152). Da das steuerliche

BBWP GMBH

Einlagekonto jedoch diese steuerfreien Ausschüttungen bis über das Jahr der Ewigen Rente hinaus ermöglicht, wurde die hiernach ergebende Steuerstundung barwertäquivalent in der Ewigen Rente erfasst. Wir erachten diese Vorgehensweise als sachgerecht.

Auch die als Wertbeiträge aus Thesaurierungen zugerechneten Beträge ab dem Jahr 2026 wurden zutreffend mit einer effektiven Abgeltungsteuer belastet, die typisierend unter Berücksichtigung einer langen Haltedauer in Höhe von 12,5 % (häftiger nomineller Steuersatz) zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt wurde (insgesamt 13,188 %).

Kapitalerhöhungen

Die negativen finanziellen Überschüsse aus Kapitalerhöhungen wurden separat dargestellt. Diese betreffen die Jahre 2018 bis 2024.

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

1.8.8. Darstellung der finanziellen Überschüsse

Die Ableitung der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse stellt sich zusammengefasst wie folgt dar:

(in EUR Mio.)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Phase II
Jahresüberschuss	76,5	103,9	114,5	126,1	147,2	154,4	156,0	154,9	157,7	156,9	146,6	148,1
<i>Ausschüttungsquote</i>	79%	66%	67%	69%	66%	59%	59%	59%	48%	65%	65%	65%
<i>Thesaurierungsquote</i>	21%	34%	33%	31%	34%	41%	41%	41%	52%	35%	35%	35%
finanzielle Überschüsse	60,7	-68,7	-77,0	-85,8	-94,7	-8,9	42,0	66,4	75,1	105,4	122,0	123,2
davon Hinzurechnung Dividende	60,7	68,6	77,2	86,5	97,8	91,1	92,0	91,4	75,1	102,0	95,3	96,2
davon Einlagenrückgewähr	60,7	68,6	77,2	86,5	97,8	91,1	92,0	91,4	62,1	62,9	55,7	20,2
<i>persönliche Steuern (13,2%)</i>	-8,0	-9,0	-10,2	-11,4	-12,9	-12,0	-12,1	-12,1	-8,2	-8,3	-7,3	-2,7
davon regulär zu besteuern	-	-	-	-	-	-	-	-	13,0	39,1	39,6	76,0
<i>Typisierte Einkommensteuer auf Dividenden (26,4%)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,4	-10,3	-10,4	-20,0
davon Hinzurechnung als fiktive Thesaurierung	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,3	26,7	26,9
<i>persönliche Steuern (13,2%)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,4	-3,5	-3,6
Zu kapitalisierende finanzielle Überschüsse ohne Kapitalerhöhung	52,7	59,5	67,0	75,1	84,9	79,1	79,9	79,3	63,5	86,3	100,7	96,9
finanzielle Überschüsse aus der Kapitalerhöhung	-	-137,2	-154,2	-172,3	-192,5	-100,0	-50,0	-25,0	-	-	-	-

Diese finanziellen Überschüsse sind periodenspezifisch mit dem relevanten Kapitalkostensatz zu diskontieren. Hierbei ist vom Bewertungsgutachter berücksichtigt

BBWP GMBH

worden, dass die negativen Zahlungsströme aus den Kapitalerhöhungen mit einem anderen Zinssatz diskontiert werden. Bezüglich weiterer Einzelheiten verweisen wir auf Abschnitt C.IV.1.11.

1.9. Kapitalisierungszinssatz

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüssen auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage, die dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist. Er gibt demnach an, welche Mindestverzinsung aus dem Bewertungsobjekt erzielt werden muss, um nicht schlechter zu stehen als bei einer Anlage in die nächstbeste Alternative.

Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte grundsätzlich Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und einen von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme des unternehmerischen Risikos geforderten Risikozuschlag zerlegen. Der Kapitalisierungszinssatz ist zudem analog zur Vorgehensweise bei der Bestimmung der ausschüttbaren Ergebnisse um persönliche Ertragsteuern zu vermindern.

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

a. Basiszinssatz

Für den objektivierten Unternehmenswert ist bei der Bestimmung des Basiszinssatzes von dem landesüblichen Zinssatz für eine (quasi-) risikofreie Kapitalmarktanlage auszugehen. Mit Blick auf ihren quasi- sicheren Charakter erfüllen in Deutschland Anleihen der öffentlichen Hand weitestgehend die Forderung nach Risikofreiheit.

BBWP GMBH

In der Bewertungspraxis hat es sich heute etabliert, den Basiszinssatz unter Verwendung der am Bewertungsstichtag gültigen Zinsstrukturkurve anhand der Svensson-Methode zu ermitteln. Dadurch werden die konkreten Anlagemöglichkeiten für einen sehr langen Zeitraum zukunftsorientiert und periodengerecht abgebildet (vgl. auch WP Handbuch 2014, Band II, 14. Auflage, Kapitel A, Tz. 351 -357).

Ausgangspunkt für die Bestimmung des Basiszinseszins zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts ist die Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen. Die Zinsstruktur am Rentenmarkt zeigt den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten frist-äquivalenten Zerobondfaktoren gewährleisten die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz.

Für die Ableitung des Basiszinssatzes ist der Bewertungsgutachter entsprechend der Empfehlung des IDW von einer auf Basis der Kurse börsennotierter Bundeswertpapiere abgeleiteten Zinsstrukturkurve ausgegangen, die unter Berücksichtigung des aktuellen Zinsniveaus und der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten ermittelt wurde.

Auf dieser Grundlage hat der Bewertungsgutachter in Übereinstimmung mit der vom FAUB empfohlenen Vorgehensweise einen für alle Planjahre einheitlichen Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von gerundet 1,25 % abgeleitet.

Hieraus ergibt sich ein gerundeter Basiszinssatz unter Berücksichtigung einer typisierten persönlichen Ertragsteuerbelastung als Nachsteuergröße von rd. 0,92 %.

Der relevante Bewertungsstichtag ist der erst in der Zukunft liegende Tag der Hauptversammlung der WCM am 17. November 2017. Aufgrund der Zinsstrukturdaten ist es bei Abschluss dieses Berichts insofern unsicher, ob der risikolose Basiszinssatz bei 1,25 % vor persönlicher Einkommensteuerbelastung bzw. bei 0,92 % nach persönlicher Einkommensteuerbelastung am 17. November 2017 liegen wird.

Wir halten aufgrund der derzeitigen Kenntnisse, jedoch den vom Bewertungsgutachter verwendeten risikolosen Basiszinssatz von 0,92 % nach Steuern für sachgerecht und angemessen.

b. Risikozuschlag

Bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das allgemeine Verhalten des Markts abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die Risikoprämie kann mithilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden. Trotz teilweise Vorbehalt ist festzuhalten, dass diesem Kapitalmarktmodell in der nationalen und internationalen Bewertungspraxis überragende Akzeptanz zukommt und es ein hohes Maß an Vergleichbarkeit und Rechtssicherheit erzeugt.

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

Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und der auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikoprämie nach Ertragsteuern zusammen. Die Verwendung des TAX-CAPM wird von der ganz überwiegenden Mehrzahl der Gerichte und Literaturstimmen als sachgemäß erachtet und ist die vorherrschende Methode zur Ableitung eines objektivierte Risikozuschlags.

Die beiden Modellparameter, die nach dem CAPM zur Berechnung der Höhe des Risikozuschlags benötigt werden, sind die Markttrisikoprämie sowie der Beta Faktor. Es handelt sich hierbei um zwei empirisch beobachtbare bzw. ableitbare Faktoren.

Marktrisikoprämie

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

Der Bewertungsgutachter hat unter Anwendung des Tax-CAPM und unter ergänzender Berücksichtigung der Unternehmenssteuerreform 2008 die Marktrisikoprämie in Höhe von 6 % nach Steuern angesetzt und zugleich eine Sensitivitätsrechnung in Bezug auf eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern vorgenommen.

Die vom Bewertungsgutachter berücksichtigten Marktrisikoprämien liegen in der Bandbreite von Marktrisikoprämien nach Steuern zwischen 5 % und 6 %, die sich aus aktuellen Hinweisen des FAUB ergeben (vgl. auch IDW, Hinweise des FAUB vom 19. September 2011, FN-IDW 2012, S. 568 f.). Aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie auf von auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämien kam der FAUB zu dem Ergebnis, dass es sachgerecht ist, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie ab September 2012 an einer erhöhten Bandbreite der Marktrisikoprämie nach Einkommensteuern zu orientieren.

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

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

erwarteten risikofreien Rendite und einer ausgehend von der in der Vergangenheit gemessenen Rendite, prognostizierten Marktrisikoprämie. Diese Vorgehensweise ist ein bestmöglicher Kompromiss, solange davon ausgegangen werden kann, dass die in der Vergangenheit gemessene Relation zwischen Risikoprämie und risikofreiem Zinssatz ein guter Schätzer für die erwartete Relation ist. Davon kann in Zeiten stabiler wirtschaftlicher Entwicklung regelmäßig ausgegangen werden. Allerdings deuten einzelne Indikatoren darauf hin, dass dies in letzter Zeit nicht gegeben ist. Die jüngste Situation an den Kapitalmärkten ist u.a. dadurch gekennzeichnet, dass die Renditen deutscher Staatsanleihen und die korrespondierende Zinsstrukturkurve auf ein niedriges Niveau gesunken sind. Diese Entwicklung geht einher mit einer Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank, die derzeit zumindest auch kurz- bis mittelfristig erwartet wird.

Die Rendite deutscher Staatsanleihen liegt deutlich unterhalb laufzeitkongruenter EURIBOR-Zinsen oder anderer europäischer Staatsanleiherenditen. Diese Marktbeobachtung kann damit erklärt werden, dass c.p. die Nachfrage nach deutschen Staatsanleihen gestiegen ist. Es mag dahingestellt bleiben, ob der Grund dafür in einer tatsächlich erhöhten Unsicherheit oder in einer subjektiv empfundenen größeren Risikoscheu liegt. In jedem Fall entspricht die derzeitige Kapitalmarktsituation nicht der Konstellation, wie sie im Durchschnitt für die Vergangenheit beobachtbar war. Es ist daher geboten, die gewohnte Praxis der Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes zumindest zu hinterfragen. Da allerdings bezüglich des Handels mit deutschen Staatsanleihen kein Marktversagen beobachtbar ist und auch keine risikoärmere Anlageform erkennbar ist, ist trotz niedriger Renditen die beobachtbare Rendite deutscher Staatsanleihen unverändert der bestmögliche Schätzer für risikofreie Renditen. Aufgrund der offensichtlichen Verlagerung der Nachfrage zugunsten relativ gesehen risikoärmerer deutscher Staatsanleihen und des damit einhergehenden Befundes, dass Investoren bereit sind, für risikoarme Anlagen minimalste, zum Teil sogar negative Renditen zu akzeptieren, muss jedoch davon ausgegangen werden, dass umgekehrt der Preis für die Risikoübernahme gestiegen ist. Um gleichwohl eine nachvollziehbare, objektivierte Bestimmung der Risikoprämie zu ermöglichen, bietet es sich an, sich im Rahmen der Bandbreite von historisch gemessenen Risikoprämien vorübergehend zumindest am oberen Rand der Bandbreite zu orientieren.

BBWP GMBH

Auch andere Studien, die sich mit den Auswirkungen der Finanzmarktkrise seit 2007 auf die Marktrisikoprämie beschäftigen, kommen zu dem Ergebnis, dass die implizite Marktrisikoprämie seitdem auf einem höheren Niveau verharrt (vgl. auch Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen, WPg 2013, S. 948 ff.):

- Neben dem niedrigen Zinsniveau wird vor allem auch der Rückgang des Kurs-Gewinn-Verhältnisses in den Jahren bis 2013 als Indikator genannt. Während etwa im Jahr 2000, bei einem DAX Niveau von 8.000 Punkten das KGV der DAX Unternehmen bei etwa 30 lag, lag das KGV der DAX Unternehmen Anfang 2013 bei etwa 11, obwohl das Niveau des DAX wiederum 8.000 Punkte betrug. Dies spricht dafür, dass bei einem niedrigen Zinssatz eine deutlich höhere Prämie von Marktrisiken verlangt wird. Auch anhand des Finanzportals Börse.de ergibt sich zum 7. September 2017 ein durchschnittliches KGV der DAX Unternehmen von (immer noch nur) 13,05 (<http://www.boerse.de/dax-kgv/>).
- Ein weiteres Indiz für den Anstieg der Marktrisikoprämie kann anhand der zukunftsorientierten Schätzung der Marktrisikoprämie abgeleitet werden. Dabei wird dann davon ausgegangen, dass zumindest im Durchschnitt der Fälle anhand der Marktkapitalisierung eines Unternehmens der Unternehmenswert abgeleitet werden kann. Anhand der Analystenempfehlungen hinsichtlich der Dividenden kann dann derjenige Zinsfuß berechnet werden, für den der Barwert der Dividenden der Marktkapitalisierung entspricht. Die implizite Marktrisikoprämie ergibt sich dann aus der Differenz aus der Gesamtkapitalrendite in Form des berechneten internen Zinsfußes und dem sicheren Zinssatz. Dabei ist in den Jahren seit Beginn der Finanzmarktkrise im Jahr 2008 insbesondere bis zum Jahr 2013 ein wesentlicher Anstieg der impliziten Marktrisikoprämie vom vorherigen Niveau zwischen 4 % und 5 % auf bis zu 8 % zu beobachten.

Der Bewertungsgutachter hält letztlich die Marktrisikoprämie von 6 % für maßgebend. Auf Basis uns übermittelter Analysen von historischen und impliziten Renditen des CDAX wurde dargestellt, dass auch die beobachtbare Markttrendite vor persönlicher Einkommensteuer sich derzeit am oberen Ende der Bandbreite befindet. Dieser Ansicht haben sich auch die Vorstände der TLG und WCM angeschlossen und bei Ihren Überlegungen zur angemessenen Abfindung und zum angemessenen Ausgleich eine

BBWP GMBH

Marktrisikoprämie in Höhe von 6 % nach persönlicher Einkommensteuer berücksichtigt. Auf Basis dieser gesamten Überlegungen schließen wir uns damit der vom Bewertungsgutachter vorgebrachten Begründungen von einer durch Investoren derzeit geforderten erhöhten Risikoprämie an.

Wir halten deshalb eine Marktrisikoprämie am oberen Ende der vom FAUB empfohlenen Bandbreite von 6 % nach persönlicher Einkommensteuer für angemessen.

Beta Faktor

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

Der zugrunde zu legende Beta Faktor kann entweder anhand des eigenen Beta Faktors des Bewertungsobjekts oder aber anhand einer Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group) ermittelt werden.

Beta des Bewertungsobjekts oder einer Peer Group

Für die TLG und die WCM als börsennotierte Unternehmen liegen am Kapitalmarkt beobachtbare Beta Faktoren vor.

Des Weiteren existiert eine Peer Group, sowohl für die TLG als auch für die WCM, aus börsennotierten Immobilienunternehmen, die sich ausweislich des Gutachtens von ValueTrust und unserem eigenen Abruf der Daten über Bloomberg wie folgt darstellt (vgl. Bloomberg, letzter Abruf: 27. September 2017):

- DIC Asset AG

Die DIC Asset AG investiert und verwaltet Gewerbeimmobilien, vorrangig Büroimmobilien. Das Portfolio besteht aus Immobilien in ganz Deutschland.

BBWP GMBH

- **alstria office REIT AG**

Die alstria office REIT AG investiert und verwaltet Büroimmobilien in ganz Deutschland.

- **VIB Vermögen AG**

Die VIB Vermögen AG investiert vorrangig in Gewerbeimmobilien in Süddeutschland.

- **Hamborner REIT AG**

Die Hamborner REIT AG investiert in Gewerbeimmobilien. Das Portfolio besteht vorrangig aus großflächigen Einzelhandelsobjekten an stark frequentierten Standorten und Geschäftshäusern in 1-A-Lagen (sog. High-Street-Objekte).

- **Deutsche EuroShop AG**

Die Deutsche EuroShop AG investiert vorrangig in Einkaufszentren.

- **DEMIRE Real Estate AG**

Die DEMIRE Real Estate AG investiert in Gewerbeimmobilien, deren geografischer Fokus in den Ballungsgebieten Deutschlands liegt.

Die Selektion der Peer Group Unternehmen durch ValueTrust erfolgte dabei dadurch, dass vornehmlich alle börsennotierten Immobiliengesellschaften mit Fokus des Portfolios auf Gewerbeimmobilien in Deutschland berücksichtigt wurden, deren ermittelte Beta Faktoren eine statistische Signifikanz aufweisen.

Hinsichtlich der von ValueTrust verwendeten Vergleichsunternehmen haben wir deren Vergleichbarkeit und Vollständigkeit hinterfragt. Wir haben zudem mittels Bloomberg eigene Analysen möglicher Vergleichsunternehmen durchgeführt. Dabei haben wir auf nationaler Ebene insbesondere auch die Fair Value REIT AG in Betracht gezogen. Das Unternehmen kam jedoch nicht in Betracht, da die DEMIRE Real Estate AG in 2015 ein freiwilliges Übernahmeangebot an die Aktionäre der Fair Value REIT AG richtete und daraufhin Mehrheitsaktionärin der Fair Value REIT AG wurde. Da es sich hierbei um kursbeeinflussende Einmalereignisse sowie eine signifikante Änderung der Gesellschafterstruktur der Fair Value REIT AG handelt, haben wir dieses Unternehmen nicht in der Analyse der Peer Group berücksichtigt. Auf Basis unserer

Analysen erachten wir daher die verwendete Gruppe von Vergleichsunternehmen für die Ableitung des Beta Faktors grundsätzlich für vollständig und geeignet.

Ermittlung historischer Raw Betas

Zur Ermittlung der Beta Faktoren wurde von ValueTrust sowohl der Fünf-Jahres-Zeitraum als auch der Zwei-Jahres-Zeitraum berücksichtigt. Als Referenzindex wurde von ValueTrust der breiteste nationale Index in Form des CDAX verwendet. Die Informationen bezog ValueTrust aus Kapitalmarktdaten der Datenbank Capital IQ.

Neben einem lokalen Referenzindex wie den CDAX wäre grundsätzlich auch die Auswahl eines internationalen Referenzindex wie dem EURO STOXX 50 oder dem MSCI World Index denkbar. Für die Verwendung eines internationalen Index spricht die theoretische Konzipierung des CAPM. Danach sollte der breitestmögliche Index gewählt werden. Maßgeblich für die Festlegung des geeigneten Referenzindex ist jedoch insbesondere das Kriterium der Investorenperspektive. Hierbei ist bei Privatanlegern empirisch ein sog. "Home Bias" zu beobachten. Dies bedeutet, dass Privatanleger dazu tendieren, vorwiegend in nationale Wertpapiere zu investieren (vgl. Dörschell/Franken/Schulte: Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2012, S. 154). Bei der Ermittlung von objektivierte Unternehmenswerten bei gesetzlichen Bewertungsanlässen sieht IDW S 1 vor, dass die Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner einzunehmen ist. Vor diesem Hintergrund halten wir die Verwendung des breitesten nationalen Index (CDAX) bei einer rein deutschen Peer Group für sachgerecht und angemessen (vgl. Dörschell/Franken/Schulte: Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 4. erweiterte Auflage 2016/2017, S. 419).

Die Ermittlung der Betafaktoren erfolgt in der Praxis in der Regel entweder auf Basis eines Fünf-Jahres-Zeitraums mit monatlichen Renditeintervallen bzw. auf Basis eines Zwei-Jahres-Zeitraums mit wöchentlichen Renditeintervallen (vgl. OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09; OLG Frankfurt, 2. Mai 2011, 21 W 3/11). Tendenziell spricht die Aktualität für einen kürzeren Zeitraum von z.B. zwei Jahren (vgl. LG Frankfurt, 2. September 2010, 3-5 O 279/08). Die Berücksichtigung der ermittelten Beta Faktoren auf Basis des Ein-Jahres-Zeitraums und täglichen Renditeintervallen wird in der Fachliteratur kontrovers diskutiert. Ein Argument gegen die Be-

rücksichtigung des Ein-Jahres-Zeitraums liegt in der höheren Wahrscheinlichkeit des sog. "Intervalling-Effekt". Der Intervalling-Effekt beschreibt dabei den Zusammenhang zwischen der Häufigkeit der Datenmessungen in Form des Renditeintervalls und der Höhe des ermittelten Beta Faktors. Je kürzer die Intervalle für die Bildung der Rendite ausfallen, desto eher sind Verwerfungen zwischen Aktienrendite und Rendite des Portfolios zu erwarten, da aufgrund der häufigen Messung, sich der Börsenkurs eines Unternehmens nicht rechtzeitig den Marktentwicklungen anpassen kann. Dies erfolgt mit einer zeitlichen Diskrepanz. Daraus resultiert eine Verzerrung der Stichprobe und eine geminderte Aussagekraft der Regressionsanalyse (vgl. Dörschell/ Franken/Schulte: Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2012, S. 162 ff.). In der Bewertungspraxis wird die Berücksichtigung von Ein-Jahres Betas auf Basis täglicher Renditeintervalle lediglich in der Form vorgenommen, dass der Durchschnitt der Ein-Jahres Betas über einen Zeitraum von drei oder fünf Jahren ermittelt wird (vgl. WP Handbuch 2014, Band II, 14. Auflage, Teil A, Tz. 365). Dennoch ist die Durchschnittsermittlung von Ein-Jahres Betas statistisch-methodisch gegenüber der direkten Ermittlung des Zwei- oder Fünf-Jahres Betas unterlegen (vgl. Franken/Schulte/Brunner/Dörschell: Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung, 4. Auflage, 2016, S. 451). Insofern halten wir es für sachgerecht, dass eine Ein-Jahres Beta Betrachtung nicht berücksichtigt worden ist.

Zu berücksichtigen ist zudem, dass für die TLG nur ein Zeitraum von zwei Jahren herangezogen werden konnte, da die TLG erst seit dem Jahr 2014 an der Börse notiert ist. Bei der WCM macht auch erst eine Betrachtung ab dem Jahr 2014 Sinn, da die WCM zuvor weitestgehend inaktiv war. Insofern sind die Beta Faktoren für den Fünf-Jahres-Zeitraum für die TLG und die WCM für Bewertungszwecke ohne Relevanz.

Belastbarkeit historischer Betas

Die Belastbarkeit des Beta Faktors kann anhand statistischer Filterkriterien und der Liquidität der Aktien beurteilt werden. Als Kriterium für die statistische Signifikanz wurden von der ValueTrust die Parameter des t-Tests und des Bestimmtheitsmaßes r^2 verwendet.

BBWP GMBH

Der t-Test gibt Auskunft darüber, inwieweit die unabhängige Variable (Marktrendite) Einfluss auf die abhängige Variable (Aktienrendite) hat. Für den jeweiligen Regressor in Form der Rendite des Aktienindex wird ein t-Wert empirisch aus einem Regressionskoeffizienten und seinem Standardfehler berechnet. Mit dem t-Test wird dann geprüft, ob der untersuchte Regressionskoeffizient signifikant von einem in der Nullhypothese vorzugebenden Wert (Beta Faktor gleich null) abweicht. Auf Basis eines Konfidenzintervalls wird ein kritischer Wert abgeleitet. Wird der kritische Wert von dem empirisch gemessenen Beta Faktor überschritten, kann eine statistische Signifikanz hinsichtlich des t-Tests angenommen werden (vgl. Dörschell/Franken/Schulte: Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2012, S. 178 ff.).

Das Bestimmtheitsmaß r^2 ermittelt, inwieweit ein Modell statistisch die empirisch verfügbaren Daten vor dem Hintergrund der konkret verfügbaren Stichprobe beschreibt. Das Bestimmtheitsmaß basiert dabei auf den Abweichungen zwischen Beobachtungswerten der Stichprobe und den geschätzten Werten auf der Regressionsgeraden und misst die dadurch erklärte Streuung bezogen auf die Gesamtabweichung, die nicht durch das Modell erklärt werden kann (vgl. Dörschell/Franken/Schulte: Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2012, S. 175).

Zudem hat die ValueTrust die Liquidität der Aktien geprüft. Zur Beurteilung der Liquidität einer Aktie können verschiedene Parameter herangezogen werden. Unter anderem kann die Liquidität anhand des tatsächlichen Handelsvolumens – definiert als die in einem bestimmten Zeitraum gehandelten Aktien – beurteilt werden. Ein weiteres Gütemaß der Liquidität stellt der sog. Bid-Ask-Spread, also die Differenz zwischen Kauf- und Verkaufsangeboten, dar. Hiermit wird die Kapitalmarkteffizienz ermittelt. Je niedriger der Spread ausfällt, desto einheitlicher ist die Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich des Werts der Aktie (vgl. Dörschell/Franken/Schulte: Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2012, S. 168 ff.).

Im Rahmen der Überprüfung der Belastbarkeit der Beta Faktoren durch die ValueTrust wurden für den Zwei-Jahres-Zeitraum mit wöchentlichen Renditeintervallen der TLG keine Indizien gefunden, die für einen Ausschluss des Beta Faktors für Bewertungszwecke sprechen. Hingegen ergaben sich für denselben Zeitraum für die WCM aufgrund der geringen statistischen Güte belastbare Gründe, die für eine

BBWP GMBH

Nichtberücksichtigung des eigenen Beta Faktors der WCM sprechen. Aus diesem Grund wurde der Beta Faktor der WCM im Folgenden nicht weiter herangezogen. Zudem ist unseres Erachtens auch zu berücksichtigen, dass in der Literatur als Parameter für die Prüfung eines Beta Faktors auch die Untersuchung auf Strukturbrüche eines Aktienkurses diskutiert werden (vgl. Dörschell/Franken/Schulte: Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2012, S. 183). Dabei ist der Kursverlauf auf extreme Kursschwankungen oder etwaige Kursmanipulationen, z.B. aufgrund spekulativer Interessen sowie Einmalereignisse zu prüfen. Die Veröffentlichung des freiwilligen Übernahmeangebots der TLG in Bezug auf die WCM kann dabei als ein kursbeeinflussendes Einmalereignis klassifiziert werden. Auch aus diesen weiteren Gründen ist die Nichtberücksichtigung des Beta-Faktors der WCM sachgerecht. Rein informativ sei darauf hingewiesen, dass der unverschuldete Beta Faktor der WCM für den Zwei-Jahres-Zeitraum 0,38 ohne Berücksichtigung der erforderlichen statistischen Signifikanz (vgl. Bloomberg, letzter Abruf: 27. September 2017) betragen hätte.

Für die Peer Group Unternehmen ergaben sich statistisch insignifikante Beta Faktoren für die VIB Vermögen AG für den Zwei-Jahres-Zeitraum mit wöchentlichen Renditeintervallen und für die DEMIRE Real Estate AG für den Fünf-Jahres-Zeitraum mit monatlichen Renditeintervallen.

Die Ermittlung der statistischen Signifikanz anhand der Kriterien des t-Test und des Bestimmtheitsmaßes r^2 sowie die Beurteilung der Liquidität stellt die übliche Vorgehensweise in der Unternehmensbewertungspraxis dar. Wir haben die Raw Beta Faktoren der TLG, der WCM sowie der Peer Group anhand eigener Untersuchungen auf der Grundlage von Daten von Bloomberg LP plausibilisiert und erachten die Überprüfung der Belastbarkeit der Beta Faktoren als sachgerecht und angemessen.

Ermittlung von Unlevered Betas (Asset Betas)

Beim Unlevern wurde von der ValueTrust der sogenannte Debt Beta berücksichtigt. Hierbei wird berücksichtigt, dass die Fremdkapitalgeber ein Ausfallrisiko ihrer Forderungen tragen. Daraus resultiert, dass die Fremdkapitalgeber dieses Ausfallrisiko auch in ihre Renditeforderungen einpreisen und um eine Risikoprämie (Credit Spread) erhöhen. Die Verwendung des Debt Beta halten wir unter Berücksichtigung

der Geschäftstätigkeit und der Finanzierungsstruktur der TLG, der WCM sowie der Peer Group Unternehmen für angemessen und sachgerecht. Da der Kern der Geschäftstätigkeit jeweils die Erweiterung des Immobilienportfolios ist und die notwendigen liquiden Mittel im erheblichen Maße über Fremdkapital bezogen werden, ist die Verwendung des Debt Betas und somit die Berücksichtigung der Risikoprämie der Fremdkapitalgeber unseres Erachtens sachgerecht und angemessen.

Des Weiteren wurde beim Unlevern von unsicheren Steuervorteilen der Fremdfinanzierung ausgegangen. Laut ValueTrust sprechen u.a. zukünftige Änderungen im Steuerrecht oder Beschränkungen der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen gegen sichere Steuervorteile. Wir halten die diesbezügliche Annahme von ValueTrust für sachgerecht und angemessen.

Prognose künftiger Beta Faktoren

Die ValueTrust hat auf Basis der Peer Group eine Bandbreite der Mittelwerte der Peer Group der unverschuldeten Beta Faktoren in Höhe von rund 0,34 bis 0,37, je nach Beobachtungszeitraum, ermittelt. Im Median liegen die Betafaktoren bei 0,37. Die TLG weist einen unverschuldeten Beta Faktor in Bezug auf den Zwei-Jahreszeitraum von 0,35 auf.

Unter Berücksichtigung des höheren Risikoprofils der Planungsrechnung der TLG infolge der erhöhten Akquisitionen wird von ValueTrust im Rahmen des gutachterlichen Ermessens ein Beta Faktor für die WCM von 0,375 und für die TLG von 0,40 für angemessen erachtet.

Obwohl der Fokus auf Immobilienportfolios beider Bewertungsobjekte fast identisch ist, halten wir den Ansatz von unterschiedlichen Beta-Faktoren unter Anbetracht des unterschiedlich geplanten Wachstums durch Akquisitionen und der Risikoneigung für sachgerecht. Zwar sind weder der künftige Beta Faktor der TLG noch die der WCM oder der Peer Group bekannt oder direkt beobachtbar, denn beobachtbar sind lediglich die historische Beta Faktoren. Allerdings ist davon auszugehen, dass die geplanten Umsatzabweichungen zwischen TLG, WCM und der Peer Group bestmögliche Schätzwerte darstellen, um das zukünftige systematische Risiko, welches mit den künftigen finanziellen Überschüssen der TLG und der WCM verbunden ist, in Form von abweichenden Beta-Faktoren bestmöglich darzustellen. Daher halten wir die

BBWP GMBH

Vorgehensweise und die Ausübung des gutachterlichen Ermessens von ValueTrust für angemessen.

Weitere Überprüfungen

Zur weiteren Überprüfung der Angemessenheit von ValueTrust angesetzten unverschuldeten Beta Faktors haben wir darüber hinaus eigene Ermittlungen von Beta Faktoren auf der Grundlage der Daten des Finanzdienstleisters Bloomberg LP durchgeführt (vgl. Bloomberg, letzter Abruf: 27. September 2017).

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

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

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

Peer Group	CDAX		MSCI World	
	5 J. mtl.	2 J. wtl.	5 J. mtl.	2 J. wtl.
Hamborner REIT AG	0,41	0,44	0,35	0,59
DEMIRE Real Estate AG	N/A	0,25	N/A	0,32
DIC Asset AG	0,28	0,25	0,28	0,28
alstria office REIT-AG	0,35	0,35	0,38	0,51
Deutsche EuroShop AG	0,39	0,42	0,44	0,61
VIB Vermögen AG	0,20	N/A	N/A	N/A
Mittelwert	0,33	0,34	0,36	0,46

Unsere hinsichtlich des Beobachtungszeitraums, des Renditeintervalls und des Referenzindex alternativen Analysen ergeben eine Bandbreite von 0,33 bis 0,34 in Bezug

BBWP GMBH

auf den CDAX und eine Bandbreite von 0,36 bis 0,46 in Bezug auf den MSCI World. Unterschiede zwischen unseren eigenen Berechnungen und den Berechnungen von ValueTrust ergeben sich auf Basis der unterschiedlichen Annahmen in Bezug auf das Relevanz und unterschiedlichen Datenbanken (Capital IQ versus Bloomberg).

Die von ValueTrust angesetzten unverschuldeten Beta Faktoren liegen in der beobachteten Bandbreite. Auch auf Grundlage unserer weiteren Analysen erachten wir die vom Bewertungsgutachter gewählten Ansätze als angemessen.

c. **Wachstumsrate**

Es ist davon auszugehen, dass die Kapitalmarkrendite einen Ausgleich für die Geldentwertung enthält. Deshalb sind im Vergleich der Kapitalmarktrendite und der Rendite aus Unternehmensgewinnen die unterschiedlichen Auswirkungen von Inflationseinflüssen zu berücksichtigen. Der in der Kapitalmarktrendite enthaltene Ausgleich für die Geldentwertung folgt mittelfristig weitgehend der Entwicklung der Inflationsrate.

Dies muss allerdings bei Unternehmensgewinnen nicht der Fall sein. Die Entwicklung von Unternehmensgewinnen hängt von der Markt- bzw. der Konkurrenzsituation sowie der internen Kostenentwicklung ab. Kostensteigerungen können durch Rationalisierungsmaßnahmen ohne Gewinneinbußen aufgefangen oder bei einer geeigneten Marktposition an Kunden weitergegeben werden; sie können aber auch zu Gewinneinbußen führen, wenn der Markt die Weitergabe nicht ermöglicht und interne Maßnahmen zur Kostenreduzierung nicht durchsetzbar oder bereits ausgeschöpft sind. Es ist demzufolge nicht ohne weiteres davon auszugehen, dass Unternehmensgewinne automatisch mit der Geldentwertungsrate wachsen. Entscheidend im Rahmen der Unternehmensbewertung ist damit nicht die gesamtwirtschaftliche Inflationsrate, sondern die unternehmensspezifische effektive Teuerungsrate.

Wenn damit zu rechnen ist, dass ein Unternehmen nachhaltig in der Lage sein wird, Effekte der allgemeinen Preissteigerung zumindest teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben oder aus anderen Gründen ein nachhaltiges Wachstum zu erreichen, so ist infolge dessen vom Kapitalisierungszins nach Steuern ein sog. "Wachstumsabschlag" abzuziehen. Die Höhe dieses Wachstumsabschlags bringt zum Ausdruck, welches Wachstum für das betrachtete Unternehmen nachhaltig zu erwarten ist.

BBWP GMBH

Im Planungszeitraum für die Geschäftsjahre 2017 bis 2027 ist das erzielbare Wachstum in den erwarteten Entwicklungen der Erträge und Aufwendungen sowie der Bilanzposten reflektiert. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum war insoweit nicht erforderlich. Auch in den Geschäftsjahren 2028 ff. (Phase II) werden sich die Posten der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnungen und somit auch die aus den Planungen ableitbaren Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum der TLG und der WCM lässt sich dann finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden.

Ausgangspunkt möglicher Wachstumsabschläge ist die durchschnittliche Preissteigerung. Die Inflationsrate in der Vergangenheit bzw. die Inflationserwartungen für die bisher prognostizierte Zukunft werden hierbei wie folgt aus unterschiedlichen Quellen angegeben:

Statistisches Bundesamt - Verbraucherpreisindex Deutschland (Basis 2010 = 100)		Jährliches Wachstum
Juli 2014	107,0	
Juli 2017	109,4	0,7%
Schätzungen von Bankanalysten - Verbraucherpreisindex Deutschland		Jährliches Wachstum
2017		
Untergrenze der Schätzungen	1,40%	
Obergrenze der Schätzungen	2,10%	1,7%
2018		
Untergrenze der Schätzungen	1,20%	
Obergrenze der Schätzungen	2,20%	1,6%
2019		
Untergrenze der Schätzungen	1,50%	
Obergrenze der Schätzungen	2,40%	1,8%
Prognose des IWF (April 2017) - Verbraucherpreisindex Deutschland		Jährliches Wachstum
2017		2,0%
2018		1,7%
2019		1,9%
2020		2,0%
2021		2,2%
2022		2,4%

Quellen: Statistisches Bundesamt, Bankanalysten über Bloomberg LP (letzter Abruf vom 8. September 2017), Internationaler Währungsfonds (IWF) über Statista

BBWP GMBH

Unter Berücksichtigung der Verbraucherpreisentwicklung des vergangenen Dreijahreszeitraums ergibt sich eine jährliche Erhöhung der Verbraucherpreise um rund 0,7 % (zwischen Juli 2014 und Juli 2017). Schätzungen von Bankanalysten für die Veränderung der Konsumentenpreise in den Jahren 2017 bis 2019 bewegen sich für Deutschland laut einer Übersicht von Bloomberg LP in einem Bereich von 1,20 % bis 2,40 %. Der internationale Währungsfonds erwartet für die kommenden Jahre im April 2017 ein Wachstum der Verbraucherpreise zwischen 1,7 % und 2,4 %. Das langfristige Inflationsziel der Europäischen Zentralbank ist 2 % für Europa.

Bei der Bemessung des Wachstumsabschlags ist jedoch stets auf die Verhältnisse des jeweiligen Unternehmens abzustellen. Insoweit können und werden Wachstumsraten bei den Entwicklungen der zukünftigen Ertragsüberschüsse verschiedener Unternehmen abweichen. Nach einer Untersuchung von Widmann/Schieslz/Jeromin (vgl. Widmann/Schieslz/Jeromin, FB 2003, S. 800 ff.) beträgt das durchschnittliche Gewinnwachstum westdeutscher Industrieunternehmen, unabhängig von Konjunkturzyklen, 45 % bis 50 % der durchschnittlichen Preissteigerungsrate. Das nur unterdurchschnittliche Gewinnwachstum wird durch eine weitere Untersuchung von Stellbrink (vgl. Der Restwert in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 125 f.) verifiziert. Die Auffassung, dass der Wachstumsabschlag im Allgemeinen niedriger sein muss als die Inflationsrate, spiegelt die herrschende Meinung wieder (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Auflage, 2012, S. 292 f, Hachmeister/Ruthardt/Lampenius, WPg 2011, S. 529). Dies liegt daran, dass auch eine Beteiligung an einem Unternehmen nicht als völlig inflationssicher bezeichnet werden kann (vgl. OLG Düsseldorf, 11. April 1988, WM 1988, S. 1059; OLG Düsseldorf, 12. Februar 1992, AG 1992, S. 204).

Als ersten Anhaltspunkt für die nachhaltige Wachstumsrate ergibt sich hiernach bei einem durchschnittlichen jährlichen Anstieg des Verbraucherpreisindex von rund 0,7 % im Drei-Jahreszeitraum Juli 2014 bis Juli 2017 sowie unter Berücksichtigung der anderen zukünftigen Schätzungen und einem darauf bezogenen Gewinnwachstum von 45 % bis 50 % eine Wachstumsrate von unter 1 %.

Hinsichtlich der Wachstumsaussichten im Speziellen ist in Bezug auf das Geschäftsmodell der TLG und der WCM zu berücksichtigen, dass beide in einem erhöhten Wettbewerb zu einer Vielzahl anderer, teilweise nicht börsennotierter, Wettbe-

BBWP GMBH

werber stehen. Vor allem aber sieht der überwiegende Teil der langlaufenden Mietverträge keine vollständige Überwälzung der Inflation auf die Mieter vor.

Insbesondere aufgrund der vertraglichen Beschränkungen in Bezug auf die Weitergabe der Inflation, rechnen wir insgesamt damit, dass die TLG und WCM zwar nachhaltig in der Lage sein werden, Effekte der allgemeinen Preissteigerung zumindest teilweise an die Mieter weiterzugeben, das Ausmaß der Überwälzung von Kostensteigerungen aber begrenzt ist.

Auch ein Vergleich mit dem Ergebnis einer empirischen Studie, wonach der durchschnittliche Wachstumsabschlag in Squeeze-out-Fällen in einer Bandbreite zwischen 0,5 % und 1,0 % liegt belegt, dass höhere Wachstumsraten als 1 % selten zu begründen sind (vgl. Hachmeister et al, WPg 2012, S. 773).

Auch der Bewertungsgutachter hat das nachhaltige Wachstum einheitlich mit 1 % p.a. angesetzt.

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

d. Darstellung der Kapitalisierungszinssätze

Auf der Grundlage der vorstehenden Überlegungen kommt der Bewertungsgutachter für die TLG und die WCM unter Berücksichtigung der festgelegten Marktrisikoprämie von 6 % nach Steuern zu folgenden Kapitalisierungszinssätzen in Bezug auf die ausschüttbaren Ergebnisse:

WCM	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Phase II
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
persönliche Steuern (26,4%)	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%
Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Relevered Beta	0,50	0,59	0,63	0,60	0,59	0,57	0,54	0,53	0,52	0,51	0,49	0,49
Risikozuschlag	2,99%	3,54%	3,75%	3,62%	3,54%	3,44%	3,25%	3,18%	3,12%	2,95%	3,06%	3,06%
Wachstumsabschlag (Phase II)												-1,00%
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern	3,91%	4,46%	4,67%	4,54%	4,46%	4,36%	4,17%	4,10%	4,04%	3,97%	3,88%	2,88%

BBWP GMBH

TLG	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 Phase II
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
persönliche Steuern (26,4%)	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%
Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Relevered Beta	0,43	0,57	0,59	0,60	0,61	0,64	0,65	0,65	0,65	0,63	0,63
Risikozuschlag	2,60%	3,44%	3,53%	3,62%	3,69%	3,84%	3,88%	3,87%	3,87%	3,80%	3,77%
Wachstumsabschlag (Phase II)											-1,00%
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern	3,52%	4,36%	4,45%	4,54%	4,61%	4,76%	4,80%	4,79%	4,79%	4,72%	4,69%

Bei der Ermittlung der verschuldeten Kapitalkostensätze wurde, entsprechend der Vorgehensweise zur Ermittlung unverschuldeter Kapitalkosten aus der Peer Group, eine Anpassung des Beta Faktors in Bezug auf die Finanzierungsstruktur des Bewertungsobjekts ("Relevering") unter Berücksichtigung des Debt Beta vorgenommen.

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

1.10. Unternehmenswert der WCM

Kapitalisierung auf den Bewertungsstichtag

Ausgehend von den zu kapitalisierenden Ergebnissen und den Kapitalisierungszinssätzen ergibt sich nachfolgender Ertragswert der WCM zum 17. November 2017:

Ertragswert (in EUR Mio.)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 Phase II
finanzielle Überschüsse ohne Kapitalerhöhungen	0,0	0,0	1,0	11,2	10,4	7,0	9,6	4,8	9,8	9,3	22,3
Periode	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Kapitalisierungszinssatz	3,9%	4,5%	4,7%	4,5%	4,5%	4,4%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%
Barwertfaktor	0,96	0,92	0,88	0,84	0,81	0,77	0,74	0,71	0,68	0,66	0,63
Barwerte	0,0	0,0	0,9	9,4	8,4	5,4	7,1	3,4	6,7	6,1	14,1
Barwert finanzielle Überschüsse zum 31. Dezember 2016	547,4										
Aufzinsungsfaktor	1,03										
Barwert finanzielle Überschüsse zum 17. November 2017	565,9										
Barwert Kapitalerhöhungen (in EUR Mio.)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 Phase II
Kapitalerhöhungen		-	-70,2								
Kapitalisierungszinssatz		0,9%	0,9%								
Barwertfaktor		0,99	0,98								
Barwerte		0,0	-68,9								
Barwert Kapitalerhöhung zum 31. Dezember 2016	-68,9										
Aufzinsungsfaktor	1,01										
Barwert Kapitalerhöhung zum 17. November 2017	-69,4										
Ertragswert zum 17. November 2017	496,5										

Bei der Kapitalisierung ist zu berücksichtigen, dass die negativen finanziellen Überschüsse aus den Kapitalerhöhungen anstatt mit dem Eigenkapitalkostensatz nach persönlicher Steuer mit dem risikolosen Basiszinssatz nach persönlicher Steuer dis-

BBWP GMBH

kontiert worden sind. Hier hat der Bewertungsgutachter berücksichtigt, dass bei negativen Zahlungsströmen ein Risikoabschlag vorgenommen werden kann (IDW S 1 Tz. 89).

Die Kapitalisierung der erwarteten Ausschüttungen und Thesaurierungen mittels der zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze auf den maßgeblichen Bewertungsstichtag 17. November 2017 haben wir rechnerisch nachvollzogen und halten diese für sachgerecht.

Sonderwerte

Der Bewertungsgutachter hat bei der Bewertung der WCM den Anteil der Minderheiten an den finanziellen Überschüssen in Höhe von EUR 30,8 Mio. als Sonderwert berücksichtigt. Wir haben die Identifikation und den Wertansatz für den Sonderwert mit der WCM und dem Bewertungsgutachter diskutiert. Nach Angaben des Vorstands der WCM gibt es mit Ausnahme eines möglichen Rückforderungsanspruchs in Bezug auf geleistete Grunderwerbsteuerzahlung keine weiteren Sonderwerte bzw. nicht betriebsnotwendiges Vermögen, dass im Rahmen einer gesonderten Bewertung zusätzlich zur Ertragsbewertung zu erfassen wäre. Hinsichtlich des Rückforderungsanspruchs aus Grunderwerbssteuerzahlung in Höhe von EUR 5,2 Mio. besteht derzeit ein Rechtsstreit mit dem Finanzamt Frankfurt am Main. Während der Vorstand der WCM den Vermögenswert als werthaltig erachtet, ist die TLG aufgrund der durchgeführten Due Diligence der Ansicht, dass der Rückforderungsanspruch nicht einbringlich ist. Auch der Bewertungsgutachter kommt zu der Auffassung, dass der Rückforderungsanspruch nicht einbringlich ist, was wir anhand unserer Prüfungshandlungen nachvollziehen können. Wir erachten den Ansatz und die Bewertungsvorgehensweise zur Ermittlung des Sonderwertes als sachgerecht.

BBWP GMBH

Der Unternehmenswert der WCM und der Wert je Aktie ergeben sich nach unseren Ermittlungen unter Berücksichtigung des Ertragswertes und des Sonderwerts zum 17. November 2017 wie folgt:

Wertübersicht WCM zum 17.11.2017

Ertragswert (in EUR Mio.)	496,5
Sonderwerte (in EUR Mio.)	-30,8
Wert des Eigenkapitals zum 17. November 2017	465,7
Anzahl Aktien (in Mio.)	136,8
Wert pro Aktie	3,40

1.11. Unternehmenswert der TLG

Kapitalisierung auf den Bewertungsstichtag

Ausgehend von den zu kapitalisierenden Ergebnissen und den Kapitalisierungszinssätzen ergibt sich nachfolgender Ertragswert der TLG zum 17. November 2017:

Ertragswert (in EUR Mio.)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 Phase II	
finanzielle Überschüsse ohne Kapitalerhöhungen	52,7	59,5	67,0	75,1	84,9	79,1	79,9	79,3	63,5	86,3	100,7	96,9
Periode	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Kapitalisierungszinssatz	3,5%	4,4%	4,4%	4,5%	4,6%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	3,7%
Barwertfaktor	0,97	0,93	0,89	0,85	0,81	0,77	0,74	0,71	0,67	0,64	0,61	16,62
Barwerte	50,9	55,1	59,4	63,7	68,8	61,2	59,0	55,9	42,7	55,4	61,7	1.610,5
Barwert finanzielle Überschüsse zum 31. Dezember 2016	2.244,3											
Aufzinsungsfaktor	1,03											
Barwert finanzielle Überschüsse zum 17. November 2017	2.313,8											
Barwert Kapitalerhöhungen (in EUR Mio.)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 Phase II	
Kapitalerhöhungen	-	-137,2	-154,2	-172,3	-192,5	-100,0	-50,0	-25,0				
Kapitalisierungszinssatz	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%				
Barwertfaktor	0,99	0,98	0,97	0,96	0,96	0,95	0,94	0,93				
Barwerte	0,0	-134,7	-150,0	-166,1	-183,9	-94,7	-46,9	-23,2				
Barwert Kapitalerhöhung zum 31. Dezember 2016	-799,6											
Aufzinsungsfaktor	1,01											
Barwert Kapitalerhöhung zum 17. November 2017	-806,0											
Ertragswert zum 17. November 2017	1.507,7											

Bei der Kapitalisierung ist zu berücksichtigen, dass die negativen finanziellen Überschüsse aus den Kapitalerhöhungen anstatt mit dem Eigenkapitalkostensatz nach persönlicher Steuer mit dem risikolosen Basiszinssatz nach persönlicher Steuer diskontiert worden sind. Hier hat der Bewertungsgutachter berücksichtigt, dass bei negativen Zahlungsströmen ein Risikoabschlag vorgenommen werden kann (IDW S 1 Tz. 89).

BBWP GMBH

Die Kapitalisierung der erwarteten Ausschüttungen und Thesaurierungen mittels der zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze auf den maßgeblichen Bewertungsstichtag 17. November 2017 haben wir rechnerisch nachvollzogen und halten diese für sachgerecht.

Sonderwerte

Der Bewertungsgutachter hat bei der Bewertung der TLG Sonderwerte berücksichtigt. Die angesetzten Sonderwerte sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

Sonderwerte	in EUR Mio.
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte	19,2
Beteiligung WCM (85,89%)	400,0
Sonderwerte gesamt	419,2

Der Bewertungsgutachter berücksichtigt die zum 31. Dezember 2016 in der Bilanz ausgewiesenen zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte in Höhe von EUR 19,2 Mio., die dem vereinbarten Kaufpreis entsprechen.

Als zusätzlicher Sonderwert wurde die anteilige Beteiligung der TLG an der WCM berücksichtigt, die sich per Sachkapitalerhöhung am 6. Oktober 2017 im Zuge des Vollzugs des Übernahmeangebots in Höhe einer prozentualen Beteiligung von 85,89 % ergibt. Gleichzeitig werden 20.435.708 neue Aktien der TLG ausgegeben.

Wir haben die Identifikation und die jeweiligen Wertansätze für die Sonderwerte mit der TLG und dem Bewertungsgutachter diskutiert. Nach Angaben des Vorstandes der TLG gibt es keine weiteren Sonderwerte bzw. nicht betriebsnotwendiges Vermögen, das im Rahmen einer gesonderten Bewertung zusätzlich zur Ertragsbewertung zu erfassen wäre. Aus unseren diesbezüglichen Prüfungshandlungen ergaben sich keine widersprüchlichen Erkenntnisse. Wir erachten den Ansatz und die Bewertung der Sonderwerte als sachgerecht.

Der Unternehmenswert der TLG und der Wert je Aktie ergeben sich nach unseren Ermittlungen unter Berücksichtigung des Ertragswerts und der Sonderwerte zum 17. November 2017 wie folgt:

BBWP GMBH

Wertübersicht TLG zum 17.11.2017

Ertragswert (in EUR Mio.)	1.507,7
Sonderwerte (in EUR Mio.)	419,2

Wert des Eigenkapitals zum 17. November 2017 **1.926,9**

Anzahl Aktien (in Mio.) am 6. Oktober 2017	94,6
--	------

Wert pro Aktie **20,37**

nachrichtlich - Wertübersicht TLG zum 17.11.2017 - Stand alone

Ertragswert (in EUR Mio.)	1.507,7
Sonderwerte (in EUR Mio.)	19,2

Wert des Eigenkapitals zum 17. November 2017 **1.526,9**

Anzahl Aktien (in Mio.) vor dem 6. Oktober 2017	74,2
---	------

Wert pro Aktie - Stand alone **20,58**

Ohne Berücksichtigung der WCM als Sonderwert ("Stand alone Wert") würde sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 1.526,9 Mio. bzw. ein Wert pro Aktie von EUR 20,58 bei der TLG ergeben. Ausschließlich für Zwecke der nachfolgenden Plausibilisierungen auf Stand alone Basis (vgl. Abschnitt C.IV.1.13.) haben wir jeweils den Stand alone Wert unter Berücksichtigung der Aktienanzahl vor dem 6. Oktober 2017 verwendet.

1.12. Umtauschverhältnis

Aus den für TLG und WCM ermittelten Werten je Aktie zum 17. November 2017 ergibt sich folgendes rechnerisches Umtauschverhältnis:

Umtauschverhältnis

Wert pro Aktie TLG	20,37
Wert pro Aktie WCM	3,40

Umtauschverhältnis **1 : 5,99**

1.13. Plausibilisierung der Unternehmenswerte

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

a. Vergleichsorientierte Bewertung

Die Bewertungspraxis kennt vereinfachte Verfahren auf Basis von Multiplikatoren, die zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Unternehmensbewertung auf Basis der Ertragswertmethode im Regelfall herangezogen werden können. Hierbei wird der Unternehmenswert durch Multiplikation einer Bezugsgröße mit einem Multiplikator ermittelt.

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

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

Für die Plausibilisierung der Ergebnisse der Bewertungen nach dem Ertragswertverfahren haben wir dieselbe Peer Group herangezogen, die auch der Bestimmung des Beta Faktors zugrunde gelegt wurde.

BBWP GMBH

Wir haben den Multiplikator Gesamtunternehmenswert zum Umsatz ("EV / Umsatz") sowie den Multiplikator Gesamtunternehmenswert zum Ergebnis vor Steuern und Zinsen ("EV / EBIT") herangezogen. Als Informationsquelle wurden von uns die Kapitalmarktdaten von Bloomberg LP mit Stand vom 19. September 2017 verwendet, wobei für die Gesellschaften Hamborner REIT AG und DEMIRE Real Estate AG keine EBIT Multiplikatoren verfügbar waren. Für die von uns verwendeten Vergleichsunternehmen ergeben sich folgende Multiplikatoren für die TLG und WCM:

Peer Group	EV/Umsatz	EV/Umsatz	EV/Umsatz	EV/EBIT	EV/EBIT	EV/EBIT
Trading Multiples	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Hamborner REIT AG	15,59	14,3	13,43	N/A	N/A	N/A
DEMIRE Real Estate AG	9,81	9,93	9,69	N/A	N/A	N/A
DIC Asset AG	9,9	14,2	15,87	27,14	32,01	19,91
alstria office REIT-AG	17,32	16,82	16,39	23,49	22,73	21,98
Deutsche EuroShop AG	15,88	15,92	15,7	17,78	17,05	17,43
VIB Vermögen AG	13,82	13,08	12,38	17,99	17,32	16,7
Mittelwert	13,72	14,04	13,91	21,60	22,28	19,01
<i>Median</i>	14,71	14,25	14,57	20,74	20,03	18,67
<i>Maximum</i>	17,32	16,82	16,39	27,14	32,01	21,98
<i>Minimum</i>	9,81	9,93	9,69	17,78	17,05	16,70
<i>Anzahl</i>	6	6	6	4	4	4
TLG	Umsatz	Umsatz	Umsatz	EBIT	EBIT	EBIT
EUR Mio.	2017	2018	2019	2017	2018	2019
TLG	158	173,6	191,4	115,9	134,2	148,3
Durchschnittlicher Unternehmenswert TLG	2.167,8	2.437,6	2.662,4	2.503,4	2.989,6	2.818,4
<i>Median</i>	2.323,4	2.473,8	2.787,7	2.403,8	2.687,4	2.768,8
<i>Maximum</i>	2.736,6	2.920,0	3.137,0	3.145,5	4.295,7	3.259,6
<i>Minimum</i>	1.550,0	1.723,8	1.854,7	2.060,7	2.288,1	2.476,6
Nettofinanzstatus	-931,7	-931,7	-931,7	-931,7	-931,7	-931,7
Sonderwerte	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2
Durchschnittlicher Eigenkapitalwert TLG	1.255,3	1.525,1	1.749,9	1.590,9	2.077,1	1.905,9
<i>Median</i>	1.410,9	1.561,3	1.875,2	1.491,3	1.774,9	1.856,3
<i>Maximum</i>	1.824,1	2.007,5	2.224,5	2.233,0	3.383,2	2.347,1
<i>Minimum</i>	637,5	811,3	942,2	1.148,2	1.375,6	1.564,1
Anzahl der Aktien (in Mio.) vor dem 6. Oktober 2017	74,2	74,2	74,2	74,2	74,2	74,2
Durchschnittlicher Wert pro Aktie TLG	16,92	20,55	23,58	21,44	27,99	25,69
<i>Median</i>	19,01	21,04	25,27	20,10	23,92	25,02
<i>Maximum</i>	24,58	27,05	29,98	30,09	45,60	31,63
<i>Minimum</i>	8,59	10,93	12,70	15,47	18,54	21,08

BBWP GMBH

Peer Group	EV/Umsatz	EV/Umsatz	EV/Umsatz	EV/EBIT	EV/EBIT	EV/EBIT
Trading Multiples	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Hamborner REIT AG	15,59	14,3	13,43	N/A	N/A	N/A
DEMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG	9,81	9,93	9,69	N/A	N/A	N/A
DIC Asset AG	9,9	14,2	15,87	27,14	32,01	19,91
alstria office REIT-AG	17,32	16,82	16,39	23,49	22,73	21,98
Deutsche EuroShop AG	15,88	15,92	15,7	17,78	17,05	17,43
VIB Vermögen AG	13,82	13,08	12,38	17,99	17,32	16,7
Mittelwert	13,72	14,04	13,91	21,60	22,28	19,01
<i>Median</i>	14,71	14,25	14,57	20,74	20,03	18,67
<i>Maximum</i>	17,32	16,82	16,39	27,14	32,01	21,98
<i>Minimum</i>	9,81	9,93	9,69	17,78	17,05	16,70
<i>Anzahl</i>	6	6	6	4	4	4
WCM	Umsatz	Umsatz	Umsatz	EBIT	EBIT	EBIT
EUR Mio.	2017	2018	2019	2017	2018	2019
WCM	46,1	55,8	56,1	14,9	39,1	40,8
Durchschnittlicher Unternehmenswert WCM	632,5	783,5	780,4	321,8	871,1	775,4
<i>Median</i>	677,9	795,2	817,1	309,0	783,0	761,7
<i>Maximum</i>	798,5	938,6	919,5	404,4	1251,6	896,8
<i>Minimum</i>	452,2	554,1	543,6	264,9	666,7	681,4
Nettofinanzstatus	-353,9	-353,9	-353,9	-353,9	-353,9	-353,9
Minderheiten	-30,8	-30,8	-30,8	-30,8	-30,8	-30,8
Durchschnittlicher Eigenkapitalwert WCM	247,8	398,8	395,7	-62,9	486,4	390,7
<i>Median</i>	293,2	410,5	432,4	-75,7	398,3	377,0
<i>Maximum</i>	413,8	553,9	534,8	19,7	866,9	512,1
<i>Minimum</i>	67,5	169,4	158,9	-119,8	282,0	296,7
Anzahl der Aktien (in Mio.)	136,8	136,8	136,8	136,8	136,8	136,8
Durchschnittlicher Wert pro Aktie WCM	1,81	2,92	2,89	-0,46	3,56	2,86
<i>Median</i>	2,14	3,00	3,16	-0,55	2,91	2,76
<i>Maximum</i>	3,02	4,05	3,91	0,14	6,34	3,74
<i>Minimum</i>	0,49	1,24	1,16	-0,88	2,06	2,17

Als Ergebnis unserer Plausibilitätsüberlegungen ist festzustellen, dass die fundamentalen, nach IDW S 1 abgeleiteten Unternehmenswerte innerhalb der Marktbewertungen vergleichbarer Unternehmen liegen. Für den Wert der WCM (EUR 3,40 pro Aktie) ist gegenüber dem Stand alone Wert TLG (EUR 20,58 pro Aktie) jedoch eher eine vergleichbare Bewertung am oberen bzw. teilweise über dem Rand der Bandbreite festzustellen.

Im Ergebnis ergeben sich aus diesen Plausibilitätsüberlegungen jedoch keine Anhaltspunkte dafür, dass die ermittelten Unternehmenswerte im Vergleich zum aktuellen Kapitalmarktumfeld unzutreffend sind.

BBWP GMBH

b. Net Asset Value

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

Der EPRA NAV je Aktie der TLG und der WCM stellt sich wie folgt dar:

EPRA NAV	WCM	TLG
EPRA NAV (in EUR Mio.) zum 30.06.2017	376,9	1.405,8
Anzahl der Aktien (in Mio., bei TLG vor dem 6. Oktober 2017)	136,8	74,2
EPRA NAV je Aktie (in EUR)	2,76	18,95
Wert je Aktie auf Basis des Ertragswertverfahrens - bei TLG Stand alone Wert	3,40	20,58
Abweichung	23,4%	8,6%

Beide nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerte liegen über dem EPRA NAV. Die Differenzen können insbesondere darauf beruhen, dass die Basiszinssätze als Bestandteil der Kapitalkosten derzeit auf historischen Tiefständen verweilen, was sich in tendenziell höheren Ertragswertbewertungen widerspiegelt. Zudem werden bei der Ertragswertermittlung beider Gesellschaften steuerliche Vorteile in Bezug auf Verlustvorträge und steuerliche Einlagekonten im Vergleich zur Alternativanlage berücksichtigt. Außerdem sind die zukünftigen geplanten Ankäufe und somit die Erweiterung des Immobilienportfolios nicht berücksichtigt, die in Folge der Überrenditen zu einer Steigerung des Marktwertes des Eigenkapitals führen. Die höhere prozentuale Abweichung bei der WCM resultiert unseres Erachtens auch vor allem aus den zukünftig prognostizierten, deutlich besseren EBIT-Margen als in der Vergangenheit. Die hierbei geplante signifikante Reduzierung der Verwaltungskosten ist hierbei im ERPA NAV der WCM nicht berücksichtigt.

Im Ergebnis ergeben sich aus diesen Plausibilitätsüberlegungen keine Anhaltspunkte dafür, dass die ermittelten Unternehmenswerte unzutreffend sind.

BBWP GMBH

c. Vorerwerbe

Dem Abschluss des Beherrschungsvertrags ist ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot der TLG an die Aktionäre der WCM zum Erwerb sämtlicher Aktien der WCM (für eine Gegenleistung von 4 Aktien der TLG für je 23 Aktien der WCM) vorausgegangen. Die Entscheidung zur Abgabe des Übernahmeangebots wurde am 10. Mai 2017 und die entsprechende Angebotsunterlage wurde am 27. Juni 2017 veröffentlicht. Die Frist für die Annahme des Übernahmeangebots endete am 5. September 2017 um 24.00 Uhr. Gemäß § 16 Abs. 2 WpÜG konnten WCM-Aktionäre, die das Übernahmeangebot während der Annahmefrist nicht angenommen hatten, das Übernahmeangebot noch bis zum 26. September 2017 annehmen.

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

Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelinge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch. Diese Entscheidung entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung.

Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH am 15. Oktober 2009 (AG 2009, S. 821 ff.) getroffen. Nach Auffassung des EuGH enthält das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz, durch den die Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt sind, dass der Hauptaktionär verpflichtet ist, deren Aktien zu den gleichen Bedingun-

gen aufzukaufen wie die, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der der Hauptaktionär die Kontrolle erlangt hat oder seine Kontrolle verstärkt.

Insgesamt schließen wir uns der Auffassung der obengenannten Rechtsprechung an, dass das im Rahmen des Übernahmeangebots angebotene Umtauschverhältnis für die Ermittlung der angemessenen Abfindung nach § 305 Abs. 2 AktG nicht relevant ist.

d. **Börsenkurs**

Die nach dem IDW S 1 ermittelten Unternehmenswerte sind von Börsenkursen zu unterscheiden: So beruhen Unternehmensbewertungen auf detailliert analysierten Daten zum Bewertungsobjekt, insbesondere der i.d.R. dem Kapitalmarkt und einer breiteren Öffentlichkeit nicht zugänglichen Planungsrechnung und dem Unternehmenskonzept.

Sofern für Unternehmensanteile Börsenkurse zur Verfügung stehen, sind diese bei Unternehmensbewertungen generell zur **Plausibilitätsbeurteilung** des nach den Grundsätzen des IDW Standards ermittelten Unternehmenswerts heranzuziehen. Hierbei sind besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenpreisbildung ausgewirkt haben, sorgfältig zu analysieren und darzustellen (z.B. geringer Anteil börsengehandelter Anteile, besondere Marktsituationen).

Allerdings ist bei einigen speziellen Unternehmensbewertungsanlässen, wie z.B. der Ermittlung der Abfindung und des Ausgleichs gemäß §§ 304, 305 AktG, der Verkehrswert von börsennotierten Aktien nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses zu ermitteln (Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94, DB 1999, S. 1693). Grundsätzlich ist das Ertragswertverfahren auch in diesen Bewertungsanlässen höchstrichterlich anerkannt. Sofern in diesen Fällen der Ertragswert aber unter dem Börsenkurs liegt, ist der **Börsenkurs als Mindestgröße** heranzuziehen. Dies gilt jedoch nicht, wenn der Börsenkurs – z.B. bei fehlender Marktgängigkeit oder Manipulation des Börsenkurses – nicht dem Verkehrswert der Aktien entspricht (vgl. BGH, Beschluss vom 12.03.2001 – II ZB 15/00, DB 2001, S. 969).

BBWP GMBH

Genauere Kriterien, wann ein Börsenkurs nicht den Verkehrswert einer Aktie wieder spiegelt, haben jedoch weder das BVerfG noch der BGH explizit festgelegt. Die Instanzgerichte haben sich nach der Entscheidung des BGH mehrfach mit den Kriterien für eine Marktengpass befasst und dabei teilweise das Vorliegen einer Marktengpass bestätigt und teilweise verneint. Einigkeit besteht darin, dass es keine fixen Kriterien für die Bestimmung des Vorliegens einer Marktengpass gibt. Daher sind regelmäßig umfassende Untersuchungen zu dem jeweiligen konkreten Sachverhalten vorzunehmen, z.B. die Analyse des Handelsvolumens oder die Umschlagshäufigkeit des ausstehenden Aktienanteils. In diesem Zusammenhang kann auch auf die Vorgaben in § 5 Absatz 4 WpÜG-Angebotsverordnung zurückgegriffen werden. Denn für Übernahmeangebote nach WpÜG sieht § 31 Absatz 1 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung vor, dass der Börsenkurs der letzten drei Monate als Mindestpreis zu berücksichtigen ist. Allerdings gilt dies nach § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung dann nicht, wenn für die Aktien an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abweichen. Die BaFin bezeichnet die Kurse dann als "ungültig".

Infolge der ggf. bestehenden Wertrelevanz des Börsenkurses (als Wertuntergrenze) bei der WCM haben wir die Analyse der Börsenkurse unter Berücksichtigung der Analyse des Bewertungsgutachters sowohl der TLG als auch der WCM im folgenden Kapitel C.IV.2.1. bis C.IV.2.3. gemeinsam abschließend behandelt.

2. Angemessenheit des Ausgleichs und der Abfindung

2.1 Allgemeine Börsenkursentwicklung

Das Grundkapital der WCM beläuft sich vor Bekanntgabe des geplanten Beherrschungsvertrags am 29. September 2017 auf EUR 136.802.552,00 und ist eingeteilt in 136.802.552 WCM-Aktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der WCM von EUR 1,00 je Aktie. Die WCM-Aktien sind derzeit zum Handel sowohl im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse als auch im Teilbereich des Regulierten Markts mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse sowie den Börsen in Hamburg und Stuttgart zugelassen.

BBWP GMBH

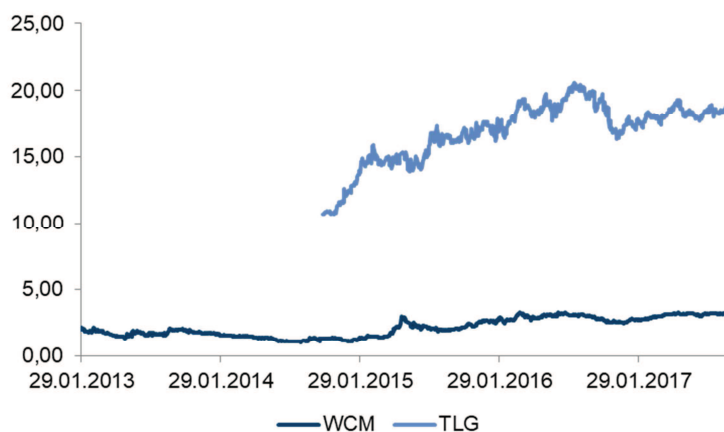
Seit dem 29. Januar 2013, dem Tag des Beschlusses der Hauptversammlung zur Fortsetzung der WCM, bis einen Tag vor Bekanntgabe des geplanten Abschlusses des Beherrschungsvertrags am 29. September 2017 wurde die Aktie an 1.186 Tagen gehandelt. Das Handelsvolumen lag im Betrachtungszeitraum auf einem durchschnittlichen Niveau von 238.504 Aktien pro Handelstag. Der Tagesschlusskurs schwankte vom 29. Januar 2013 bis zum 28. September 2017 zwischen EUR 1,05 (27. August 2014) und EUR 3,39 (27. September 2017).

Das Grundkapital der TLG beläuft sich vor Bekanntgabe des geplanten Beherrschungsvertrags am 29. September 2017 auf EUR 74.175.558 und ist eingeteilt in 74.175.558 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der TLG von EUR 1,00 je Aktie. Die Aktien der TLG sind zum Handel sowohl im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse als auch im Teilbereich des Regulierten Markts mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) zugelassen.

Seit dem 23. Oktober 2014, dem ersten Tag der Börsenzulassung, bis einen Tag vor Bekanntgabe des geplanten Abschlusses des Beherrschungsvertrags am 29. September 2017 wurde die Aktie an 743 Tagen gehandelt. Das Handelsvolumen lag im Betrachtungszeitraum auf einem durchschnittlichen Niveau von 108.400 Aktien pro Handelstag. Der Tagesschlusskurs schwankte vom 23. Oktober 2014 bis zum 28. September 2017 zwischen EUR 10,74 (27. Oktober 2014) und EUR 20,63 (11. August 2016).

BBWP GMBH

Die nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung der Börsenkurse der TLG und der WCM seit dem 29. Januar 2013 der WCM bzw. seit dem 23. Oktober 2014 der TLG:



2.2 Maßgeblicher Referenzzeitraum

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

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

BBWP GMBH

Mit Bekanntmachung im Bundesanzeiger vom 29. September 2017 hat die TLG bekanntgegeben, dass sie den Abschluss eines Beherrschungsvertrags mit der TLG als herrschendem Unternehmen und der WCM als beherrschtem Unternehmen anstrebt. Die TLG hat zudem angekündigt, dass den außenstehenden Aktionären der WCM ein Angebot auf den Erwerb ihrer Aktien gegen Abfindung in Form von neu auszugebenden Aktien der TLG unterbreitet und für die Dauer des Beherrschungsvertrags ein Ausgleich gewährt werden soll.

Aus diesem Grund hat der Bewertungsgutachter zutreffend den durchschnittlichen Börsenkurs der WCM für einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme am 29. September 2017, das heißt vom 28. Juni 2017 bis zum 28. September 2017 zugrunde gelegt. Eine Hochrechnung ist aufgrund des relativ kurzen Zeitraums zwischen dem Tag der Bekanntmachung und dem Tag der Hauptversammlung nicht erforderlich.

2.3 Relevanz des Börsenkurses als Wertuntergrenze und zur Plausibilisierung

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

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

Aktien der WCM

Während des Drei-Monats-Zeitraums vor Bekanntgabe des geplanten Beherrschungsvertrags am 29. September 2017 wurden die Aktien der WCM insgesamt an 67 Handelstagen gehandelt und der Börsenkurs schwankte dabei zwischen

BBWP GMBH

EUR 3,04 und EUR 3,39 je Aktie. In diesem Zeitraum wurden insgesamt 16.698.764 Aktien der WCM gehandelt. Auch unter Berücksichtigung der Liquiditätsanalysen durch ValueTrust, halten wir den Börsenkurs für anwendbar im Sinne der Rechtsprechung.

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

Der nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung analog ermittelte Wert des Bewertungsgutachters beträgt EUR 3,21 je Aktie der WCM. Wir haben diesen basierend auf den Handelsvolumen und Börsenkursen gemäß Bloomberg LP für den Drei-Monats-Zeitraum geprüft.

Der ermittelte durchschnittliche Börsenkurs der WCM liegt unterhalb des ermittelten Ertragswerts je Aktie. Insofern kann der Börsenkurs als Wertuntergrenze der Abfindung der WCM keine Berücksichtigung finden. Im Ergebnis ergeben sich aber aus dieser Erkenntnis auch keine Anhaltspunkte darauf, dass im Rahmen von Plausibilitätsüberlegungen des Börsenkurses der WCM, der ermittelte Ertragswert unzutreffend sein könnte. Unseres Erachtens resultiert der höhere Ertragswert der WCM aus den zukünftig geplanten Erhöhungen der Ergebnisse, die noch nicht hinreichend im Börsenkurs berücksichtigt sind.

Aktien der TLG

Für Zwecke der Plausibilisierung des nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerts der TLG haben wir darüber hinaus auch die Darstellung des Bewertungsgutachters im selben Zeitraum analysiert.

Während des Drei-Monats-Zeitraums vor Bekanntgabe des geplanten Beherrschungsvertrags am 29. September 2017 wurden die Aktien der TLG insgesamt an 67 Handelstagen gehandelt und der Börsenkurs schwankte dabei zwischen EUR 17,75 und EUR 19,26 je Aktie. In diesem Zeitraum wurden insgesamt 7.747.715 Aktien der TLG gehandelt. Auch unter Berücksichtigung der Liquiditätsanalysen

BBWP GMBH

durch ValueTrust, halten wir den Börsenkurs für anwendbar im Sinne der Rechtsprechung.

Der nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung analog ermittelte Wert des Bewertungsgutachters beträgt EUR 18,36 je Aktie der TLG. Wir haben diesen basierend auf den Handelsvolumen und Börsenkursen gemäß Bloomberg LP für den Drei-Monats-Zeitraum geprüft. Der ermittelte durchschnittliche Börsenkurs TLG liegt unterhalb des ermittelten Ertragswertes je Aktie.

Im Ergebnis ergeben sich aber aus diesen Erkenntnissen auch keine Anhaltspunkte darauf, dass im Rahmen von Plausibilitätsüberlegungen des Börsenkurses der TLG der über dem Börsenkurs liegende Ertragswert der TLG unzutreffend sein könnte. Unseres Erachtens resultiert der höhere Ertragswert der TLG aus den zukünftig geplanten Ergebnisverbesserungen in der Unternehmensplanung, die noch nicht hinreichend im Börsenkurs berücksichtigt sind.

2.4 Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

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

Es ist gesetzlich nicht geregelt, welche Schwierigkeiten zu benennen sind. Nach vertretener Auffassung sollen auch Beurteilungsspielräume zu berücksichtigen sein, die infolge der Unsicherheit einen erheblichen Beurteilungsspielraum zulassen und damit zu unterschiedlichen Unternehmenswerten führen. In diesen Fällen hat der Vertragsprüfer eine eingehende Informationspflicht, damit der Anteilsinhaber sich ein eigenes Bild machen kann (WP-Handbuch 2014, Band II, Kapitel F, S. 550 analog).

In diesem Zusammenhang weisen wir auf die Ausführungen zum Ansatz der steuerlichen Verlustvorträge der TLG hin (Kapitel IV.C.1.8.5.). Die Nutzbarkeit der steuerlichen Verlustvorträge ist infolge der noch nicht abgeschlossenen Betriebsprüfung unsicher. Die TLG hat die steuerlichen Vorteile aus der Nutzbarkeit der Verlustvorträge im Rahmen der Unternehmensplanung mit der Eintrittswahrscheinlichkeit von 37,5 % angesetzt. Insofern wurde diese Unsicherheit zutreffend als Erwartungswert im Rahmen der Unternehmensbewertung berücksichtigt. Abweichungen von dieser Ein-

trittswahrscheinlichkeit können zu wesentlich unterschiedlichen Unternehmenswerten bei der TLG führen. Ein unterschiedlicher Unternehmenswert der TLG würde c.p. zu einem anderen Umtauschverhältnis und somit zu einer anderen Abfindung nach § 305 AktG führen. Der Ausgleich nach § 304 AktG bleibt hingegen hiervon unberührt.

2.5 Abfindung und Ausgleich

a. Abfindung gemäß § 305 AktG

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

Der aus dem Ertragswert nach dem IDW S 1 abgeleitete Unternehmenswert der WCM (u.a. unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie von 6 %) beträgt EUR 465,7 Mio. Hieraus ergibt sich ein rechnerischer Wert je WCM Aktie in Höhe von EUR 3,40. Dieser Wert liegt über dem nach Maßgabe der Rechtsprechung des BVerfG heranzuziehenden Börsenkurs von EUR 3,21 je Aktie des Bewertungsgutachters zum Ende des nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung für sachgerecht angesehenen Ermittlungszeitraums mit der Bekanntgabe der aktienrechtlichen Strukturmaßnahme am 29. September 2017. Der nach Maßgabe der höchstrichterlichen Rechtsprechung heranzuziehende Börsenkurs der WCM für einen dreimonatigen Referenzzeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme bildet die Untergrenze der anzubietenden Abfindung. Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der WCM liegt oberhalb des heranzuziehenden Börsenkurses.

Der aus dem Ertragswert nach IDW S 1 abgeleitete Unternehmenswert der TLG (u.a. unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie von 6 %) beträgt EUR 1.926,9 Mio. Hieraus ergibt sich ein rechnerischer Wert je TLG Aktie in Höhe von EUR 20,37.

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

BBWP GMBH

Das rechnerische Umtauschverhältnis der aus den Ertragswerten abgeleiteten Unternehmenswerte der WCM und der TLG beträgt somit 5,99 Aktien der WCM gegen eine Aktie der TLG.

Entsprechend Abschnitt C.3.1. des gemeinsamen Vertragsberichts der Vorstände der WCM und der TLG ist eine Abfindung in Höhe von 23 Aktien der WCM gegen 4 Aktien der TLG vorgesehen.

Der vorliegende Beherrschungsvertrag sieht eine Abfindung in Höhe eines Umtauschverhältnisses von 23 Aktien der WCM gegen 4 Aktien der TLG vor, somit 5,75 Aktien der WCM je einer Aktie der TLG. Das im Beherrschungsvertrag vorgesehene Umtauschverhältnis liegt somit unterhalb des rechnerisch ermittelten Umtauschverhältnisses auf Basis der aus den Ertragswerten abgeleiteten Unternehmenswerte.

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

Wir halten die vorgesehene Abfindung in Höhe von 23 Aktien der WCM gegen 4 Aktien der TLG für angemessen. Im Ergebnis besteht im Verhältnis zum Bewertungsgutachter keine divergierende Auffassung zur Höhe der angemessenen Abfindung.

b. Ausgleich gemäß § 304 AktG

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

BBWP GMBH

Diese gesetzliche Regelung stellt sicher, dass der außenstehende Aktionär einen Ausgleich erhält, der wertmäßig der Dividende entspricht, die er ohne den Unternehmensvertrag erhalten würde. Die Aktionäre sollen wirtschaftlich so gestellt werden, als wären sie weiterhin an einer unabhängigen Gesellschaft beteiligt.

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

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

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

Nach dem Beschluss des BGH vom 21. Juli 2003 (AktZ. II ZB 17/01, BB 2003, S. 2.084 f., „Ytong“) ist den außenstehenden Aktionären als (fester) Ausgleich der vo-

BBWP GMBH

raussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinnanteil je Aktie als feste Größe zuzusichern (Brutto-Ausgleich), von dem die von der Gesellschaft zu entrichtende (Ausschüttungs-) Körperschaftsteuer inkl. Solidaritätszuschlag in Höhe des jeweils gültigen Steuertarifs abzusetzen ist (Netto-Ausgleich).

Nach Ansicht des Gerichts ist der feste Ausgleich an künftige Änderungen der körperschaftsteuerlichen Ausschüttungsbelastung anzupassen. Ferner soll nach Auffassung des BGH die Verrentung des Unternehmenswerts mit dem vollen risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz erfolgen. Das gesondert bewertete Vermögen - vor allem das nicht betriebsnotwendige Vermögen – soll bei der Bestimmung des Ausgleichs nicht berücksichtigt werden.

Vor allem im Hinblick auf den Verrentungszinssatz und das nicht betriebsnotwendige Vermögen ist diesem Urteil weder in der Fachliteratur, der nachfolgenden Rechtsprechung noch in der Bewertungspraxis gefolgt worden. Nach einhelliger Auffassung ist es nicht angemessen, dass durch die Nicht-Einbeziehung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens dem Aktionär dauerhaft Vermögensbestandteile vorenthalten werden. Regelmäßig werden, auch wenn das nicht betriebsnotwendige Vermögen nicht veräußert wird, Erträge und hieraus resultierende Dividendenbeiträge aus nicht betriebsnotwendigen Vermögen erzielt. Auch nach unserer Auffassung sind Teile dieses Beschlusses über den entschiedenen Einzelfall hinaus, für den das bis zum 31. Dezember 2000 gültige Anrechnungsverfahren der Körperschaftsteuer auf die Einkommensteuer maßgeblich war, nicht anwendbar. Die (üblicherweise wechselhaften) künftigen Erträge der WCM finden ihre konzentrierte Darstellung im Unternehmenswert der WCM, der unter Berücksichtigung des zeitlichen Anfalls sowie unter Einbezug von Sonderwerten und nicht betriebsnotwendigen Vermögen die Zahlungen zwischen Unternehmen und Anteilseignern repräsentiert. Insbesondere scheint es – abweichend von der vorstehend wiedergegebenen, vom BGH skizzierten Vorgehensweise – nicht angemessen, dass durch die Nicht-Einbeziehung des nichtbetriebsnotwendigen Vermögens bzw. von Sonderwerten dem Aktionär dauerhaft Vermögensbestandteile vorenthalten werden. Insofern hat unseres Erachtens der Bewertungsgutachter zutreffend, den festen Ausgleich durch Verrentung des nach dem Ertragswertverfahren abgeleiteten Unternehmenswerts inkl. Sonderwerte der WCM ermittelt.

BBWP GMBH

Bei der Bestimmung des Verrentungszinssatzes ist das Äquivalenzprinzip der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen. Der gewählte Zinssatz muss also u.a. Risiko und Fristigkeit der Ausgleichszahlung widerspiegeln. Während die Berücksichtigung der Fristigkeit aufgrund der i.d.R. unbeschränkten Laufzeit des Beherrschungsvertrags sowie der Besteuerung gemäß dem bestehenden Steuerregime eher unproblematisch ist, ist die Frage der zutreffenden Bestimmung des mit der Ausgleichszahlung verbundenen Risikos komplexer. Dies basiert auf den folgenden Überlegungen:

Während der Laufzeit des Beherrschungsvertrages ist die Höhe der vertraglich fixierten Ausgleichszahlung weitgehend sicher. Es besteht lediglich das Bonitätsrisiko des Mehrheitsaktionärs als Schuldner der Ausgleichszahlung. Nach Ablauf der Mindestvertragslaufzeit kann sich allerdings das Risiko ergeben, nur noch an einem im Wert gegenüber dem Zeitpunkt des Abschlusses des Beherrschungsvertrags verminderten Unternehmen beteiligt zu sein. Die mit der Ausgleichszahlung verbundene Vermögensposition der außenstehenden Aktionäre ist somit weder risikolos noch mit dem Risiko der direkten Beteiligung am Unternehmen (mit unsicheren Dividendenzahlungen und Wertsteigerungen) zu vergleichen. Daher ist im Regelfall weder eine Verrentung mit dem risikolosen Basiszinssatz noch eine Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz sachgerecht. Angesichts dessen ist es in der Praxis verbreitet und von der Rechtsprechung akzeptiert, in solchen Fällen den Verrentungszinssatz zur Bestimmung der Ausgleichszahlung aus dem Mittelwert des der Unternehmensbewertung zugrundeliegenden vollen Kapitalisierungszinssatzes und des risikolosen Basiszinssatzes abzuleiten (vgl. OLG Celle vom 19. April 2017, ZIP 2007, S. 2025; OLG Stuttgart vom 14. September 2011, AG 2012, S. 49; OLG Frankfurt a.M. vom 24. November 2011, AG 2012, S. 513).

Insofern haben wir den Verrentungszinssatz auf Basis dieser Vorgaben ermittelt. Hierbei haben wir nach Prüfung der Richtigkeit der Höhe, den vom Bewertungsgutachter ermittelten barwertäquivalenten verschuldeten Eigenkapitalkostensatz nach persönlicher Steuer von 3,97 % verwendet. Hieraus ergibt sich folgende Ermittlung des Verrentungszinssatzes unter gleichzeitiger Berücksichtigung der Transformation in einen Vorsteuerwert:

BBWP GMBH

<u>Ermittlung des Verrentungzinssatzes</u>	
Risikoloser Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	0,92%
Barwertäquivalent verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern)	3,97%
Mittelwert (nach persönlichen Steuern)	2,45%
Verrentungzinssatz (vor persönlichen Steuern)	3,32%

Der angewandte Verrentungzinssatz beträgt demnach 3,32 %. Das Abstellen auf einen Zinssatz vor persönlicher Einkommensteuer ist sachgerecht, da zur Ermittlung des vertraglichen Ausgleichs, die eine Größe vor persönlichen Ertragsteuern darstellt, die Parameter vor persönlichen Ertragsteuern angesetzt werden müssen. Der Verrentungzinssatz ist ebenfalls nicht um einen Wachstumsabschlag anzupassen (vgl. OLG Karlsruhe, 13. Mai 2013, 12 W 77/08; OLG München 17. Juli 2017, 31 Wx 60/06). Der Bewertungsgutachter kommt auf Grundlage anderer Überlegungen zu einem ungerundeten Verrentungzinssatz von 3,32 % bzw. 3,35 % nach Rundung. Wir halten demzufolge den angewendeten Verrentungzinssatz des Bewertungsgutachters unter Berücksichtigung der Aufrundung für angemessen.

Wie im gemeinsamen Vertragsbericht erläutert, wird der Ausgleich durch Verzinsung des Unternehmenswerts von EUR 465,7 Mio. ermittelt.

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

<u>Ausgleich pro Aktie</u>	
Unternehmenswert (in EUR Mio.)	465,7
Verrentungzinssatz (vor persönlichen Steuern)	3,35%
Ausgleich auf alle Aktien (in EUR Mio.)	15,6
Anzahl Aktien (in Mio.)	136,8
Nettoausgleich pro Aktie (in EUR)	0,11
Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag (15,825%)	0,02
Bruttoausgleich pro Aktie (in EUR)	0,13

Auf dieser Grundlage garantiert die TLG nach § 4 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags, den außenstehenden Aktionären der WCM als Ausgleich in Form einer Garantiedividende für die Dauer des Beherrschungsvertrags einen Bruttoausgleichsbetrag von EUR 0,13 je WCM Aktie für jedes volle Geschäftsjahr abzüglich des Betrags etwaiger

BBWP GMBH

Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Satz.

Unter Berücksichtigung der steuerlichen Verhältnisse zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses wird hieraus ein Nettoausgleichsbetrag von EUR 0,11 je WCM Aktie für jedes volle Geschäftsjahr ermittelt.

Im Ergebnis stellen wir fest, dass der vertraglich vorgesehene Nettoausgleich von EUR 0,11 (bzw. Bruttoausgleich von EUR 0,13) je WCM Aktie vor persönlicher Einkommensteuer angemessen ist. Soweit die für ein Geschäftsjahr durch die WCM gezahlte Dividende (einschließlich eventueller Abschlagszahlungen) je Stückaktie der WCM hinter dem Nettoausgleich zurückbleibt, wird die TLG jedem außenstehenden Aktionär der WCM den entsprechenden Differenzbetrag je Stückaktie zahlen.

BBWP GMBH

D. ABSCHLIEßENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DES VORGESCHLAGENEN AUSGLEICHS UND DER VORGESCHLAGENEN ABFINDUNG

Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit des vorgeschlagenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG und der vorgeschlagenen Abfindung gemäß § 305 AktG auf Basis des Beherrschungsvertrags (§ 291 AktG) zwischen der TLG IMMOBILIEN AG, Berlin, als herrschender Gesellschaft und der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz- Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main, als beherrschter Gesellschaft vom 6. Oktober 2017 geprüft.

Wir geben nach § 293 e AktG folgende Erklärung ab:

„Nach unseren Feststellungen sind aus den dargelegten Gründen der vorgeschlagene jährliche Nettoausgleich in Höhe von EUR 0,11 (Bruttoausgleich: EUR 0,13 vor Abzug aktueller Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) je Aktie der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz- Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main, und die vorgeschlagene Abfindung, nach der den außenstehenden Aktionären der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz- Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main, 4 neue Aktien der TLG IMMOBILIEN AG, Berlin, je 23 Aktien der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz- Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main, angeboten werden, angemessen.“

Wir haben diesen Bericht auf der Grundlage der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie der uns erteilten Auskünfte und der Ergebnisse eigener Untersuchungen erstellt.

Düsseldorf, den 6 Oktober 2017

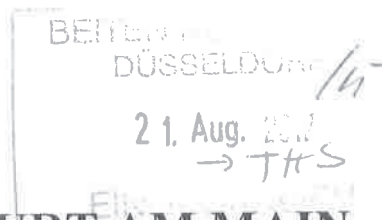
BBWP GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft


Thomas Bula
Wirtschaftsprüfer


Alexander Thees
Wirtschaftsprüfer



3-05 O 67/17



LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN BESCHLUSS

In dem Verfahren

auf Bestellung eines sachverständigen Prüfers nach § 293c Abs. 1 AktG
der

- 1) TLG Immobilien AG, vertr. d. d. Vorstand, Hausvogteiplatz 12, 10117 Berlin,
Antragstellerin

- 2) WCM Beteiligungs- und Grundbesitz- Aktiengesellschaft, vertr. d. d. Vorstand,
Bleichstraße 64-66, 60313 Frankfurt am Main,
Antragstellerin

betreffend eines vorgesehenen Beherrschungs zwischen beiden Unternehmen

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Dr. M. Müller am 16.8.2017 beschlossen:

Für die Prüfung der des vorgesehenen Gewinnabführungsvertrages wird die

BBWP GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Cecilienallee 7
40474 Düsseldorf

zur sachverständigen gemeinsamen Prüferin bestellt.

Die Antragstellerinnen haben die Kosten des Bestellungsverfahrens als Gesamtschuldner zu tragen.

Der Geschäftswert wird auf EURO 60.000,-- festgesetzt.

Gründe

Anhaltspunkte dem Vorschlag der Antragstellerinnen für die bestellte Prüfer nicht zu folgen sind nicht ersichtlich, so dass das Gericht bei seiner Auswahl der in Frage kommenden Prüfer auf den gemeinsamen Vorschlag der Antragsteller zurückgreifen kann. Bedenken des Gerichts gegen den nunmehr bestellten Prüfer bestehen nicht. Gesetzliche Hinderungsgründe bestehen nach der Erklärung der benannten Prüferin vom 27.7.2017 nicht.

Im Interesse der Steigerung der Transparenz und Akzeptanz der Prüfung soll die sachverständige Prüferin in dem Prüfungsbericht zu folgenden Punkten Stellung zu nehmen und Ausführungen zu machen:

1.

An welchem Ort, in welcher Weise und zu welcher Zeit ist die Prüfung erfolgt.

2.

Die Prüferin wird im Hinblick auf ein mögliches Spruchverfahren nach § 1 Nr. 3 SpruchG ausdrücklich auf die Ansicht des Gerichts hingewiesen, dass die Absicht des Gesetzgebers bei der vorab Bestellung von Angemessenheitsprüfern in die Praxis der Spruchverfahren nur umgesetzt werden kann, wenn der Bericht des Prüfers gegenüber dem Übertragungsbericht ein eigenständiges Gutachten (vgl. auch BVerfG v. 30.5.2007 – 1 BvR 390/04 – AG 2007, 544 = NZG 2007, 587) darstellt, das die Parteinähe zur Gesellschaft und hier zum Hauptaktionär vermeidet und Distanz zu dessen Bericht zeigt. Dabei ist zu beachten, dass der Prüfer zwar gerichtlich bestellt wird, seinen Prüfungsbericht aber nicht dem Gericht, sondern der Gesellschaft und den Aktionären erstattet.

Wenn auch gegen eine sog. Parallelprüfung grundsätzlich nichts einzuwenden ist, ist es jedoch angebracht, dass der sachverständige Prüfer über die Art der Zusammenarbeit mit einem ggf. von der Hauptaktionärin beauftragten Bewertungsgutachter, zu Diskussionen über kritische Punkte etc., in seinem Gutachten Ausführungen macht, insbesondere in welchen Punkten divergierende Auffassungen des sachverständigen Prüfers zu denen des sog. Bewertungsgutachters bestanden und es ist auszuführen, weshalb die Auffassung des Prüfers oder des sog. Bewertungsgutachters letztlich vorzugswürdig ist.

3.

Aufzuführen ist, aus welchen Quellen der Prüfer die für die Bemessung des Ertragswertes benutzten Parameter (Basiszins, Wachstumsabschlag, Überrenditen, Risikozuschlag (bei Anwendung der CAPM oder TAX-CAPM: BETA-Faktor, u. U. Zusammensetzung einer "peer-group") abgeleitet hat und warum gerade diese Indizes und/oder geprüften Zeitspannen anderen, ebenfalls in Betracht kommenden gegenüber vorzugswürdig sind.

4.

Sofern Vergangenheitsergebnisse um bestimmte außergewöhnliche Aufwendung und Erträge bereinigt werden, sind diese explizit aufzuführen und zu begründen, warum dies geschehen ist

5.

Bei den prognostizierten Unternehmenserträgen gilt zunächst dasselbe wie vorstehend zu Ziffer 4. Außerdem ist darzustellen, aus welchen Quellen etwaige Unternehmensplanungen übernommen wurden.

6. Der Prüferin wird aufgegeben, ein Exemplar ihres Prüfberichts für das Gericht zu den Akten zu reichen. Sofern sie sich bei der Berechnung des Unternehmenswertes, sowie der Verzinsungsparameter eines Rechenprogramms bedient hat, wird sie gebeten, die hierbei erstellte Datei (z.B. Excelsheet) und auch den Prüfbericht als Datei für das Gericht auf einen gebräuchlichen Datenträger in Kopie (z.B. CD-ROM; USB-Stick, ggf. als E-Mail Anhang an M.Mueller@LG-Frankfurt.Justiz.Hessen.de) beizufügen.

7.

Die Prüferin soll ggf. bei entsprechender Anforderung durch das Gericht die Vergütungsvereinbarung mit der Antragstellerin und die endgültige Honorarabrechnung nach Ende ihrer Arbeiten dem Gericht gegenüber offen legen.

8.

Vorsorglich wird die Prüferin darauf hingewiesen, dass sie in einem evtl. Spruchverfahren über die Angemessenheit der einer ggf. zu leistenden Ausgleich bzw. Abfindung schriftlich auf Anforderung des Gerichts Stellung zu nehmen hat und ihr Erscheinen in einer etwaigen mündlichen Verhandlung angeordnet werden kann.

Die Kostenentscheidung ergibt sich aus § 22 GNotKG.

Der Geschäftswert bestimmt sich nach § 67 GNotKG.

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diese Entscheidung ist das Rechtsmittel der Beschwerde gegeben, die binnen eines Monats nach Zustellung beim Landgericht Frankfurt am Main durch Einreichung einer Beschwerdeschrift oder zur Protokoll der Geschäftsstelle einzulegen ist. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses, sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird. Die Beschwerdeschrift ist vom Beschwerdeführer oder seinem Bevollmächtigten zu unterzeichnen.

Dr. M. Müller



Beglaubigt

Frankfurt/Main,

17. 08. 2017

Stein

Justizangestellte

als Urkundsbeamter der Geschäftsstelle

3-05 O 67/17

LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN BESCHLUSS

In dem Verfahren

auf Bestellung eines sachverständigen Prüfers nach § 293c Abs. 1 AktG

der

- 1) TLG Immobilien AG, vertr. d. d. Vorstand, Hausvogteiplatz 12, 10117 Berlin,
Antragstellerin

- 2) WCM Beteiligungs- und Grundbesitz- Aktiengesellschaft, vertr. d. d. Vorstand,
Bleichstraße 64-66, 60313 Frankfurt am Main,
Antragstellerin

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main

durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Dr. M. Müller am 19.9.2017 beschlossen:

gem. § 42 FamFG wird der Beschluss vom 16.8.2017 wegen Schreibfehlern dahingehend
berichtigt,

dass es auf der ersten Seite der Betreff wie folgt lautet:

„betreffend eines vorgesehenen Beherrschungsvertrages zwischen beiden Unternehmen“

und die Prüferbestellung wie folgt lautet:

Für die Prüfung der des vorgesehenen Beherrschungsvertrages wird die

BBWP GmbH

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Cecilienallee 7

40474 Düsseldorf

zur sachverständigen gemeinsamen Prüferin bestellt.

Dr. M. Müller



Beherrschungsvertrag

zwischen

der **TLG IMMOBILIEN AG**, Berlin, eingetragen im Handelsregister des
Amtsgerichts Charlottenburg unter HRB 161314 B

– nachfolgend „**TLG IMMOBILIEN AG**“ genannt –

und

der **WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft**, Frankfurt am
Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main
unter HRB 55695

– nachfolgend „**WCM AG**“ genannt –

§ 1 Leitung und Weisung

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

§ 2 Auskunftsrecht

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

§ 3 Verlustübernahme

- (1) Es wird eine Verlustübernahme gemäß den Vorschriften des § 302 des Aktiengesetzes („**AktG**“) in ihrer Gesamtheit und ihrer jeweils gültigen Fassung durch die TLG IMMOBILIEN AG vereinbart.
- (2) Die Verpflichtung zur Verlustübernahme besteht erstmals für das gesamte Geschäftsjahr der WCM AG, in dem dieser Vertrag gemäß § 6 Abs. 2 wirksam wird.
- (3) Die TLG IMMOBILIEN AG ist im Falle einer unterjährigen Beendigung dieses Vertrags, insbesondere im Falle einer Kündigung aus wichtigem Grund, zur Übernahme eines Jahresfehlbetrags der WCM AG zeitanteilig verpflichtet, wie er sich aus einem mit Stichtag auf den Tag des Wirksamwerdens der Beendigung zu erstellenden Zwischenabschluss ergibt.

§ 4 Ausgleich

- (1) Die TLG IMMOBILIEN AG garantiert den außenstehenden Aktionären der WCM AG für die Dauer dieses Vertrags die Leistung einer jährlichen festen Ausgleichszahlung in Form einer Garantiedividende („**Garantiedividende**“), erstmals für das Geschäftsjahr der WCM AG, in dem dieser Vertrag gemäß § 6 Abs. 2 wirksam wird. Endet er während des laufenden Geschäftsjahres der WCM AG oder bildet die WCM AG während des Zeitraums, für den die Verpflichtung zur Verlustübernahme gemäß § 3 Abs. 1 dieses Vertrags gilt, ein Rumpfgeschäftsjahr, so vermindert sich die Garantiedividende für dieses Geschäftsjahr zeitanteilig. Soweit die für ein Geschäftsjahr von der WCM AG gezahlte Dividende (einschließlich eventueller Abschlagszahlungen) je auf den Inhaber lautender Aktie mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der WCM AG von jeweils EUR 1,00 („**WCM-Aktien**“) hinter der Garantiedividende zurückbleibt, wird die TLG IMMOBILIEN AG jedem außenstehenden Aktionär der WCM AG den entsprechenden Differenzbetrag je WCM-Aktie zahlen.
- (2) Die Garantiedividende beträgt für jedes volle Geschäftsjahr der WCM AG für jede WCM-Aktie EUR 0,13 brutto („**Bruttoausgleichsbetrag**“) abzüglich des Betrags etwaiger Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz („**Nettoausgleichsbetrag**“). Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags gelangen auf den Bruttoausgleichsbetrag 15 % Körperschaftsteuer zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag, das sind rund EUR 0,02 je WCM-Aktie, zum Abzug. Daraus ergibt sich nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags ein Nettoausgleichsbetrag in Höhe von EUR 0,11 je WCM-Aktie für ein volles Geschäftsjahr der WCM AG. Klarstellend wird vereinbart, dass von dem Nettoausgleichsbetrag, soweit gesetzlich vorgeschrieben, die gegebenenfalls anfallenden Quellensteuern (wie etwa Kapitalertragsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag) einbehalten werden.
- (3) Falls das Grundkapital der WCM AG aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich der Bruttoausgleichsbetrag je WCM-Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag des Bruttoausgleichsbetrags unverändert bleibt. Falls das Grundkapital der WCM AG durch Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht wird, gelten die Rechte aus diesem § 4 auch für die von außenstehenden Aktionären bezogenen Aktien aus einer solchen Kapitalerhöhung. Der Beginn der Berechtigung gemäß diesem § 4 ergibt sich aus der von der WCM AG bei Ausgabe der neuen Aktien für diese festgesetzte Gewinnanteilsberechtigung.

- (4) Falls ein Verfahren nach § 1 Nr. 1 des Spruchverfahrensgesetzes („**SpruchG**“) eingeleitet wird und das Gericht rechtskräftig eine höhere Garantiedividende als in diesem Vertrag vereinbart festsetzt, können die außenstehenden Aktionäre, auch wenn sie inzwischen nach § 5 abgefunden wurden, eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Leistungen aufgrund der Garantiedividende verlangen. Ebenso werden alle übrigen außenstehenden Aktionäre der WCM AG gleichgestellt, wenn sich die TLG IMMOBILIEN AG gegenüber einem Aktionär der WCM AG in einem Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Verfahrens nach § 1 Nr. 1 SpruchG zu einer höheren Garantiedividende verpflichtet.

§ 5 Abfindung

- (1) Die TLG IMMOBILIEN AG verpflichtet sich, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der WCM AG dessen WCM-Aktien gegen Gewährung von auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der TLG IMMOBILIEN AG von jeweils EUR 1,00 („**Abfindungsaktien**“) im Umtauschverhältnis 4 Abfindungsaktien gegen je 23 WCM-Aktien zu erwerben („**Umtauschverhältnis**“). Sofern Aktionäre der WCM AG ihre WCM-Aktien vor Bezug einer Dividende und/oder Leistung aufgrund der Garantiedividende auf ihre WCM-Aktien für das Geschäftsjahr 2017 bzw. für nachfolgende Geschäftsjahre in Abfindungsaktien tauschen, werden ihnen – soweit rechtlich und tatsächlich möglich – jeweils Abfindungsaktien gewährt, die vom Beginn des letzten abgelaufenen Geschäftsjahrs vor ihrer Entstehung am Gewinn teilnehmen. Sofern Aktionäre der WCM AG ihre WCM-Aktien nach Bezug einer Dividende und/oder Leistung aufgrund der Garantiedividende auf ihre WCM-Aktien für das Geschäftsjahr 2017 bzw. für nachfolgende Geschäftsjahre in Abfindungsaktien tauschen oder soweit eine Gewährung von Abfindungsaktien mit einer Gewinnberechtigung entsprechend dem vorangegangenen Satz rechtlich oder tatsächlich nicht möglich ist, werden ihnen jeweils Abfindungsaktien gewährt, die vom Beginn des Geschäftsjahrs an, in dem sie entstehen, am Gewinn teilnehmen.
- (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 Aktiengesellschaft („**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 TLG IMMOBILIEN AG zum Erwerb der WCM-Aktien ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens dieses Vertrags im Handelsregister des Sitzes der WCM AG nach § 10 des Handelsgesetzbuchs bekannt gemacht worden ist. Eine Verlängerung der Frist nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG wegen eines Antrags auf Bestimmung des Ausgleiches oder der Abfindung durch das in § 2 SpruchG bestimmte Gericht bleibt hiervon 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) Falls bis zum Ablauf der in § 5 Abs. 3 dieses Vertrags genannten Fristen das Grundkapital der WCM AG aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich die Abfindung je WCM-Aktie durch Anpassung des Umtauschverhältnisses entsprechend in dem Maße, dass die Gesamtzahl der im Umtausch zu gewährenden Abfindungsaktien unverändert bleibt. Falls das Grundkapital der WCM AG bis zum Ablauf der in § 5 Abs. 3 dieses Vertrags genannten Fristen durch Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht wird, gelten die Rechte aus diesem § 5 auch für die von außenstehenden Aktionären bezogenen Aktien aus der Kapitalerhöhung.
- (5) Falls ein Verfahren nach § 1 Nr. 1 SpruchG eingeleitet wird und das Gericht rechtskräftig eine höhere Abfindung festsetzt, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der bereits gewährten Abfindung verlangen. Ebenso werden alle übrigen außenstehenden Aktionäre der WCM AG gleichgestellt, wenn sich die TLG IMMOBILIEN AG gegenüber einem Aktionär der WCM AG in einem Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Verfahrens nach § 1 Nr. 1 SpruchG zu einer höheren Abfindung durch Anpassung des Umtauschverhältnisses oder in Form einer baren Zuzahlung verpflichtet.
- (6) Die Übertragung der WCM-Aktien im Umtausch gegen die hierfür zu gewährenden Abfindungsaktien ist für die außenstehenden Aktionäre der WCM AG kostenfrei, soweit sie über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen.

§ 6 Wirksamkeit

- (1) Dieser Vertrag bedarf der Zustimmung der Hauptversammlungen der WCM AG und der TLG IMMOBILIEN AG.
- (2) Dieser Vertrag wird mit der Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der WCM AG wirksam.

§ 7 Vertragsdauer, Kündigung

- (1) Dieser Vertrag ist auf unbestimmte Zeit geschlossen. Dieser Vertrag kann ordentlich unter Einhaltung einer Frist von drei Monaten zum Ende eines jeden Geschäftsjahres der WCM AG gekündigt werden.
- (2) Das Recht zur fristlosen Kündigung aus wichtigem Grund bleibt unberührt. Als wichtige Gründe gelten insbesondere
 - a) ein Vorgang, der zur Folge hat, dass der TLG IMMOBILIEN AG nicht mehr direkt die Mehrheit der Stimmrechte aus den Aktien der WCM AG zusteht oder sie sich vertraglich verpflichtet hat, WCM-Aktien auf einen Dritten zu übertragen, sodass ihr mit dem bevorstehenden, ggf. noch von externen Bedingungen abhängenden Vollzug des Vertrags die Mehrheit Stimmrechte aus den Aktien der WCM AG nicht mehr direkt zusteht;
 - b) das Zustandekommen eines kombinierten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags oder eines isolierten Gewinnabführungsvertrags zwischen der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG oder zwischen der WCM AG und einem von der TLG IMMOBILIEN AG abhängigen Unternehmen (außer der WCM AG und von der WCM AG abhängige Unternehmen);
 - c) eine Änderung steuerrechtlicher Normen oder der Rechtsprechung, sofern das Bestehen oder Nichtbestehen eines Organschaftsverhältnisses zwischen der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG hiervon betroffen ist; oder
 - d) die Umwandlung der WCM AG oder der TLG IMMOBILIEN AG, insbesondere durch Spaltung, Verschmelzung oder Formwechsel.
- (3) Bei einer fristlosen Kündigung aus wichtigem Grund endet dieser Vertrag mit dem Ablauf des in der Kündigung genannten Tages, frühestens jedoch mit Ablauf des Tages, an dem die Kündigung zugeht.
- (4) Endet dieser Vertrag, so hat die TLG IMMOBILIEN AG den Gläubigern der WCM AG nach Maßgabe des § 303 AktG Sicherheit zu leisten.
- (5) Jede Kündigungserklärung bedarf der Schriftform.

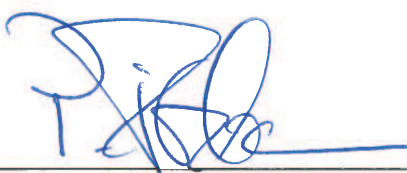
§ 8 Schlussbestimmungen

- (1) Auf diesen Vertrag findet ausschließlich deutsches Recht Anwendung, ohne Rückgriff auf die Verweisungsnormen des internationalen Privatrechts.
- (2) Änderungen und Ergänzungen dieses Vertrags bedürfen zur Wirksamkeit der Schriftform. Dies gilt insbesondere auch für diese Schriftformklausel. Im Übrigen gilt § 295 AktG.
- (3) Sollte eine Bestimmung dieses Vertrages ganz oder teilweise unwirksam oder undurchführbar sein oder werden oder sollte dieser Vertrag eine Lücke enthalten, wird hierdurch die Gültigkeit der übrigen Bestimmungen dieses Vertrages nicht berührt. Anstelle der unwirksamen oder undurchführbaren Bestimmung oder zur Ausfüllung der Lücke soll eine angemessene Regelung gelten, die, soweit rechtlich möglich, dem am nächsten kommt, was TLG IMMOBILIEN AG und WCM AG gewollt haben oder nach Sinn und Zweck dieses Vertrages gewollt haben würden, sofern sie diesen Punkt bedacht hätten.
- (4) Die TLG IMMOBILIEN AG und die WCM AG erklären ausdrücklich, dass diese Vereinbarung mit Vereinbarungen, die in der Vergangenheit zwischen ihnen geschlossen wurden, oder mit solchen, die sie in Zukunft möglicherweise schließen werden, keine rechtliche Einheit (§ 139 BGB) bilden soll.
- (5) Erfüllungsort für die beiderseitigen Verpflichtungen aus diesem Vertrag und ausschließlicher Gerichtsstand für sämtliche Streitigkeiten aus diesem Vertrag ist, soweit rechtlich zulässig, Frankfurt am Main.

*[Unterschriftenseite TLG IMMOBILIEN AG zum Beherrschungsvertrag zwischen
der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft]*

Berlin, den 6. Oktober 2017

TLG IMMOBILIEN AG



Peter Finkbeiner
Vorstandsmitglied



Niclas Karoff
Vorstandsmitglied

*[Unterschriftenseite WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft zum
Beherrschungsvertrag zwischen der TLG IMMOBILIEN AG
und der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft]*

Frankfurt am Main, den 6. Oktober 2017

WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft



Stavros Efremidis
Vorstandsvorsitzender



Ralf Struckmeyer
Chief Financial Officer

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

1. Geltungsbereich

- (1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich schriftlich vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.
- (2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies ausdrücklich vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber.

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

- (1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.
- (2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen schriftlichen Vereinbarung.
- (3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgerungen hinzuweisen.

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

- (1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.
- (2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten schriftlichen Erklärung zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

- (1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.
- (2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkunternehmen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

7. Mängelbeseitigung

- (1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlagen, Unterlassen bzw. 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) Der Anspruch auf Beseitigung von Mängeln muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Ansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

- (3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber 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 die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt.
- (3) Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.
- (4) Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers her, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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

WWW.BBWP-AUDIT.COM

BBWP GMBH