

WCM



GEMEINSAMER BERICHT

des Vorstands der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft

und

des Vorstands der TLG IMMOBILIEN AG

über den

Beherrschungsvertrag

zwischen

**der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft
und der TLG IMMOBILIEN AG**

gemäß § 293a Aktiengesetz

6. Oktober 2017

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
I. Vorbemerkungen	1
II. Allgemeine Hinweise	3
III. Vertragsparteien	4
1. WCM-Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft	4
1.1 Überblick	4
1.2 Unternehmensgeschichte und -entwicklung	4
1.3 Rechtsform, Gesellschaftssitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand	5
1.4 Organe	6
1.4.1 Vorstand	6
1.4.2 Aufsichtsrat	6
1.5 Kapitalstruktur	7
1.5.1 Grundkapital	7
1.5.2 Genehmigtes Kapital 2013	7
1.5.3 Genehmigtes Kapital 2015	9
1.5.4 Genehmigtes Kapital 2016	10
1.5.5 Beschlussvorschlag zur Schaffung eines Genehmigten Kapitals 2017	11
1.5.6 Aktienoptionsprogramm 2015; Bedingtes Kapital 2015	13
1.5.7 Aktienoptionsprogramm 2016; Bedingtes Kapital 2016	14
1.5.8 Bedingtes Kapital 2014	15
1.5.9 Bedingtes Kapital II 2015	16
1.5.10 Bedingtes Kapital II 2016	17
1.5.11 Beschlussvorschlag zur Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen und zur Schaffung eines Bedingten Kapitals 2017	17
1.6 Aktionäre	20
1.7 Börsenhandel	21
1.8 Struktur von WCM	21
1.8.1 Operative und rechtliche Struktur	21
1.8.2 Wesentliche Tochterunternehmen; Konsolidierungskreis	21
1.9 Überblick über die Geschäftstätigkeit	22
1.10 Geschäftliche Entwicklung, Ergebnissituation und Vermögenslage, wesentliche Finanzdaten	23
1.10.1 Finanzinformationen für die Geschäftsjahre 2014, 2015 und 2016	23
1.10.1.1 Daten aus der Konzerngesamtergebnisrechnung	24

1.10.1.2	Daten aus der Konzernbilanz	25
1.10.1.3	Ausgewählte Daten aus der Konzernkapitalflussrechnung	26
1.10.2	Finanzinformationen zum 30. Juni 2017 bzw. für den Zeitraum vom 1. Januar 2017 bis zum 30. Juni 2017	26
1.10.2.1	Daten aus der Konzernzwischenbilanz	27
1.10.2.2	Daten aus der Konzernzwischenbilanz	28
1.10.2.3	Ausgewählte Daten aus der Konzernkapitalflussrechnung	29
1.10.3	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation für den Zeitraum vom 1. Januar 2017 bis zum 30. Juni 2017	29
2.	TLG IMMOBILIEN AG	30
2.1	Überblick	30
2.2	Unternehmensgeschichte und -entwicklung	30
2.2.1	DUHO Verwaltungs-Gesellschaft mbH	30
2.2.2	Liegenschaftsdienst für die Treuhandanstalt GmbH	31
2.2.3	Verschmelzung und Privatisierung, Börsengang und Wachstumsperiode	31
2.3	Rechtsform, Gesellschaftssitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand	33
2.4	Organe	34
2.4.1	Vorstand	34
2.4.2	Aufsichtsrat	34
2.5	Kapitalstruktur	35
2.5.1	Grundkapital	35
2.5.2	Genehmigtes Kapital 2014/II	35
2.5.3	Genehmigtes Kapital 2017/I	37
2.5.4	Beschlussvorschlag zur Schaffung eines Genehmigten Kapitals 2017/II	38
2.5.5	Bestehendes Bedingtes Kapital 2017/I sowie Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen	41
2.5.5.1	Bedingtes Kapital 2017/I	41
2.5.5.2	Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen	42
2.5.6	Beschlussvorschlag zur Schaffung eines Bedingten Kapitals 2017/III	43
2.5.7	Beschlussvorschlag zur Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen und zur Schaffung eines Bedingten Kapitals 2017/II	45
2.6	Aktionäre	47
2.7	Börsenhandel	49
2.8	Struktur von TLG	49
2.8.1	Operative und rechtliche Struktur	49
2.8.2	Wesentliche Tochterunternehmen; Konsolidierungskreis	50
2.9	Überblick über die Geschäftstätigkeit	50

2.10	Geschäftliche Entwicklung, Ergebnissituation und Vermögenslage, wesentliche Finanzdaten	51
2.10.1	Finanzinformationen für die Geschäftsjahre 2014, 2015 und 2016.....	52
2.10.1.1	Daten aus der Konzerngesamtergebnisrechnung	53
2.10.1.2	Daten aus der Konzernbilanz	54
2.10.1.3	Daten aus der Konzernkapitalflussrechnung.....	55
2.10.2	Finanzinformationen zum 30. Juni 2017 bzw. für den Zeitraum vom 1. Januar 2017 bis zum 30. Juni 2017	55
2.10.2.1	Daten aus der Konzernzwischenjahresergebnisrechnung	56
2.10.2.2	Daten aus der Konzernzwischenbilanz	56
2.10.2.3	Daten aus der Konzernkapitalflussrechnung.....	57
2.10.3	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation für den Zeitraum vom 1. Januar 2017 bis zum 30. Juni 2017.....	58
3.	Freiwilliges Übernahmeangebot der TLG IMMOBILIEN AG zum Erwerb der WCM-Aktien	59
3.1	Freiwilliges Übernahmeangebot	59
3.2	Grundsatzvereinbarung	60
3.3	Mögliche Anteilserwerbe außerhalb des Abfindungsangebots.....	61
IV.	Beherrschungsvertrag	62
1.	Gründe für den Abschluss des Beherrschungsvertrags	62
1.1	Wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Gründe.....	62
1.1.1	Wirtschaftliche Gründe	62
1.1.2	Rechtliche Gründe	63
1.1.2.1	Grenzen und Beschränkungen der Zusammenarbeit im derzeitigen faktischen Konzernverhältnis.....	63
1.1.2.2	Schaffung eines Vertragskonzerns durch Abschluss eines Beherrschungsvertrags	65
1.1.3	Steuerliche Gründe.....	67
1.2	Alternativen zum Abschluss eines Beherrschungsvertrags	67
1.2.1	Ausschluss der Minderheitsaktionäre (Squeeze-out).....	68
1.2.2	Eingliederung oder Verschmelzung.....	68
1.2.3	Formwechsel	69
1.2.4	Zusammenfassung.....	69
2.	Inhalt und Auswirkungen des Beherrschungsvertrags	70
2.1	Erläuterung des Vertragsinhalts	70
2.1.1	Leitung und Weisung (§ 1 des Beherrschungsvertrags)	70
2.1.2	Auskunftsrecht (§ 2 des Beherrschungsvertrags)	72

2.1.3	Verlustübernahme (§ 3 des Beherrschungsvertrags)	72
2.1.4	Ausgleich in Form einer Garantiedividende (§ 4 des Beherrschungsvertrags)	73
2.1.4.1	Art und Höhe des Ausgleichs	74
2.1.4.2	Gründe für die Bestimmung eines festen Ausgleichs	75
2.1.4.3	Höhe des festen Ausgleichs in Form einer Garantiedividende	76
2.1.4.4	Sonstige Erläuterungen zu § 4 des Beherrschungsvertrags	79
2.1.5	Abfindung (§ 5 des Beherrschungsvertrags).....	81
2.1.5.1	Art der Abfindungsleistung.....	81
2.1.5.2	Höhe der Abfindung	82
2.1.5.3	Ausgleich für Spitzenbeträge	83
2.1.5.4	Frist zur Annahme des Abfindungsangebots	83
2.1.5.5	Sonstige Angaben zu § 5 des Beherrschungsvertrags.....	84
2.1.6	Wirksamkeit (§ 6 des Beherrschungsvertrags)	85
2.1.7	Vertragsdauer, Kündigung (§ 7 des Beherrschungsvertrags)	86
2.1.8	Schlussbestimmungen (§ 8 des Beherrschungsvertrags)	88
2.2	Abfindungsaktien der TLG IMMOBILIEN AG und banktechnische Abwicklung der Abfindung und Ausgleichszahlung	89
2.3	Erläuterung der Auswirkungen des Beherrschungsvertrags	90
2.3.1	Gesellschaftsrechtliche Auswirkungen für die Außenstehenden WCM-Aktionäre	90
2.3.2	Schutz der Außenstehenden WCM-Aktionäre.....	94
2.3.2.1	Garantiedividende und Abfindung	94
2.3.2.2	Vertragsprüfung durch einen sachverständigen Prüfer	95
2.3.2.3	Spruchverfahren	96
2.3.3	Steuerliche Auswirkungen für die Außenstehenden WCM-Aktionäre in Deutschland.....	98
2.3.3.1	Allgemeines	98
2.3.3.2	Besteuerung von Ausgleichszahlungen bei den Außenstehenden WCM-Aktionären	99
2.3.3.3	Besteuerung der Abfindung in Aktien bei den Außenstehenden WCM-Aktionären	104
2.4	Kosten des Beherrschungsvertrags	109
3.	Art und Höhe des Ausgleichs und der Abfindung nach §§ 304, 305 AktG	109
3.1	Überblick.....	109
3.1.1	Ausgleich nach § 304 AktG.....	109
3.1.2	Abfindung nach § 305 AktG.....	110
3.1.3	Bewertungsgutachten	111

3.2	Ermittlung und Festlegung der Höhe des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG.....	113
3.3	Ermittlung und Feststellung der angemessenen Abfindung nach § 305 AktG....	114
3.4	Vertragsprüfung	116

Anlage 1: Aufstellung der Beteiligungen der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft zum 30. September 2017

Anlage 2: Aufstellung der Beteiligungen der TLG IMMOBILIEN AG zum 30. September 2017

Anlage 3: Beherrschungsvertrag zwischen der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM-Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft vom 6. Oktober 2017

Anlage 4: Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 17. August 2017 und vom 20. September 2017 über die Bestellung der BBWP GmbH zum sachverständigen Prüfer (Vertragsprüfer) im Sinne von § 293b Abs. 1 AktG

Anlage 5: Gutachtliche Stellungnahme der ValueTrust Financial Advisors SE zur Angemessenheit der Abfindung und des Ausgleichs des Beherrschungsvertrags zwischen der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft

DEFINIERTE BEGRIFFE

	Seite		Seite
Abfindungsaktien.....	1	HGB.....	4
Abfindungsangebot.....	81	IFRS.....	4
AktG.....	1	Kombiniertes Unternehmen.....	1
Aktienoptionsprogramm 2015.....	13	NET LTV.....	24
Aktienoptionsprogramm 2016.....	14	Nettoausgleichsbetrag.....	77
Aktienstippen.....	82	Prüfbericht.....	2
Außenstehende WCM-Aktionäre.....	1	SpruchG.....	80
Beherrschungsvertrag.....	1	TLG.....	1
Bewertungsgutachten.....	2	TLG IMMOBILIEN AG.....	1
Bewertungsgutachter.....	2	TLG-Satzung.....	33
BGB.....	6	Übernahmeangebot.....	1
Bruttoausgleichsbetrag.....	77	Umtauschtreuhänderin.....	20
DUHO.....	30	Vertragsbericht.....	1
EPRA Leerstandsquote.....	22	Vertragsparteien.....	1
EUR.....	3	Vertragsprüfer.....	2
FFO I.....	23	WCM.....	1
Garantiedividende.....	1	WCM AG.....	1
Genehmigtes Kapital 2014/II.....	35	WCM-Aktie.....	1
Gesetzliche Andienungsfrist.....	84	WCM-Satzung.....	5
Grundsatzvereinbarung.....	1	WpÜG.....	61

Die TLG IMMOBILIEN AG (die „**TLG IMMOBILIEN AG**“ und zusammen mit ihren konsolidierten Tochtergesellschaften „**TLG**“) und die WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft (die „**WCM AG**“ und zusammen mit ihren konsolidierten Tochtergesellschaften „**WCM**“, TLG IMMOBILIEN AG und die WCM AG zusammen die „**Vertragsparteien**“) haben sich am heutigen Tage auf den diesem Vertragsbericht zugrundeliegenden und diesem Vertragsbericht als **Anlage 3** beigefügten Beherrschungsvertrag (der „**Beherrschungsvertrag**“) geeinigt, nach dessen Maßgabe die WCM AG die Leitung ihrer Gesellschaft der TLG IMMOBILIEN AG unterstellen soll. Der Beherrschungsvertrag sieht als angemessenen Ausgleich die Leistung einer jährlichen festen Ausgleichszahlung in Form einer Garantiedividende (die „**Garantiedividende**“) nach §§ 304 Abs. 1 Satz 2, Abs. 2 Satz 1 des Aktiengesetzes („**AktG**“) in Höhe von EUR 0,11 (dies entspricht einem Betrag von EUR 0,13 vor jeweils aktueller Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) je auf den Inhaber lautender Aktie mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der WCM AG von jeweils EUR 1,00 (jeweils eine „**WCM-Aktie**“) für die außenstehenden Aktionäre der WCM AG (die „**Außenstehenden WCM-Aktionäre**“) vor. Ferner sieht der Beherrschungsvertrag eine Verpflichtung der TLG IMMOBILIEN AG als anderer Vertragsteil nach §§ 305 Abs. 1, Abs. 2 Nr. 1, Abs. 3 Satz 1 AktG vor, auf Verlangen eines Außenstehenden WCM-Aktionärs dessen WCM-Aktien gegen Ausgabe von 4 auf den Inhaber lautender Aktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der TLG IMMOBILIEN AG von jeweils EUR 1,00 (die „**Abfindungsaktien**“) für je 23 WCM-Aktien als angemessene Abfindung zu erwerben.

Der Vorstand der WCM AG und der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG erstatten gemäß § 293a AktG gemeinsam den folgenden Bericht über den Beherrschungsvertrag (der „**Vertragsbericht**“):

I. VORBEMERKUNGEN

Die TLG IMMOBILIEN AG hat am 27. Juni 2017 ein am 10. Mai 2017 angekündigtes freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot in Form eines Tauschangebots an alle Aktionäre der WCM AG zum Erwerb sämtlicher WCM-Aktien abgegeben (das „**Übernahmeangebot**“). Am 10. Mai 2017 haben die Vertragsparteien eine Grundsatzvereinbarung über den Zusammenschluss von TLG und WCM geschlossen (die „**Grundsatzvereinbarung**“), die unter anderem Regelungen über die Integration der Geschäfte von TLG und WCM sowie die zukünftige Geschäftsstrategie des kombinierten Unternehmens aus TLG und WCM (das „**Kombinierte Unternehmen**“) und die zukünftige Zusammensetzung der Gremien der WCM AG trifft (siehe Abschnitt III.3.2). Das Übernahmeangebot wurde für rund 85,89 % der WCM-Aktien angenommen und die entsprechende Kapitalerhöhung zur Schaffung der für den Vollzug des Übernahmeangebots benötigten Aktien der TLG IMMOBILIEN AG wurde am 6. Oktober 2017 in das Handelsregister eingetragen. Die TLG IMMOBILIEN AG hält zum Zeitpunkt der

Unterzeichnung dieses Vertragsberichts eine Anzahl von WCM-Aktien, die 85,89 % des Grundkapitals und der Stimmrechte der WCM AG entspricht.

Am 29. September 2017 hat der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG bekanntgegeben, dass er beabsichtigt, einen Beherrschungsvertrag zwischen der WCM AG als beherrschtem Unternehmen und der TLG IMMOBILIEN AG als herrschendem Unternehmen abzuschließen.

Auf gemeinsamen Antrag der WCM AG und der TLG IMMOBILIEN AG vom 9. August 2017 hat das Landgericht Frankfurt am Main durch Beschluss vom 17. August 2017 und 20. September 2017 die BBWP GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Cecilienallee 7, 40474 Düsseldorf, als Vertragsprüfer (der „**Vertragsprüfer**“) ausgewählt und bestellt.

Am 6. Oktober 2017 haben die Vertragsparteien den Beherrschungsvertrag abgeschlossen. Der Aufsichtsrat der WCM AG und der Aufsichtsrat der TLG IMMOBILIEN AG haben dem Abschluss des Beherrschungsvertrags jeweils in ihren Sitzungen am 4. Oktober 2017 zugestimmt. Bei den Beschlussfassungen lagen den Aufsichtsräten der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG der finale Entwurf des Beherrschungsvertrags, der finale Entwurf dieses Vertragsberichts und die unterzeichnete Fassung der gutachtlichen Stellungnahme (das „**Bewertungsgutachten**“) der ValueTrust Financial Advisors SE, München (der „**Bewertungsgutachter**“) vom 4. Oktober 2017 (diesem Vertragsbericht als **Anlage 5** beigefügt) sowie der finale Entwurf des Berichts des Vertragsprüfers über die Prüfung des Beherrschungsvertrags vom 6. Oktober 2017 (der „**Prüfbericht**“) vor.

Der Beherrschungsvertrag bedarf gemäß § 293 Abs. 1 AktG der Zustimmung der Hauptversammlung der WCM AG sowie gemäß § 293 Abs. 2 AktG der Zustimmung der Hauptversammlung der TLG IMMOBILIEN AG. Der Beherrschungsvertrag wird mit seiner Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der WCM AG wirksam.

II. ALLGEMEINE HINWEISE

Die in diesem Vertragsbericht enthaltenen Zahlenangaben sind überwiegend, auch wenn dies nicht ausdrücklich im Text vermerkt ist, gerundet. Folglich kann es sein, dass die in Tabellen enthaltenen zusammengerechneten Werte (Gesamt- oder Zwischensummen oder Differenzen oder Zahlenverhältnisse) nicht in allen Fällen mit den addierten Werten übereinstimmen, die an anderer Stelle in diesem Vertragsbericht enthalten sind. Des Weiteren kann es sein, dass sich die gerundeten Werte nicht zu den Gesamt- und Zwischensummen in diesen Tabellen aufaddieren lassen. Soweit kein anderer Stichtag vermerkt ist oder sich nichts anderes aus dem Zusammenhang ergibt, beziehen sich Zahlenangaben in diesem Vertragsbericht auf den Tag der Unterzeichnung des vorliegenden Vertragsberichts (das heißt den 6. Oktober 2017).

In Klammern dargestellte Finanzinformationen stehen für einen negativen Wert der entsprechenden Zahl. Im Hinblick auf die in diesem Vertragsbericht enthaltenen Finanzinformationen bedeutet ein Bindestrich („-“), dass die entsprechende Zahl nicht verfügbar ist, während eine Null („0,0“) bedeutet, dass die entsprechende Zahl verfügbar ist, aber auf Null gerundet wurde. Sofern Finanzinformationen als „geprüft“ gekennzeichnet sind, bedeutet dies, dass sie geprüften Abschlüssen entnommen wurden. Die Kennzeichnung „ungeprüft“ wird zur Kenntlichmachung von Finanzinformationen verwendet, die nicht geprüften Abschlüssen entnommen wurden.

Verweise auf „EUR“ in diesem Vertragsbericht beziehen sich auf die gesetzliche Währung in Deutschland und andere Mitgliedsstaaten der Europäischen Union, die am 1. Januar 1999 eingeführt wurde.

III. VERTRAGSPARTEIEN

1. WCM-Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft

1.1 Überblick

Die WCM AG ist eine börsennotierte Aktiengesellschaft mit Sitz in Frankfurt am Main und Obergesellschaft von WCM. WCM ist spezialisiert auf die langfristige Vermietung hochwertiger Büro- und Einzelhandelsimmobilien an ausgewählten Standorten in Deutschland. Ihren Fokus legt sie dabei auf den Erwerb und die effiziente Bewirtschaftung von Immobilien, die aus ihrer Sicht einen niedrigen Leerstand aufweisen und die sie als „Core“ oder „Core-plus“ Immobilien einstuft.

Zum 30. September 2017 beschäftigte WCM neben den beiden Vorstandsmitgliedern insgesamt 27 Personen.

Gemäß dem nach den International Financial Reporting Standards („IFRS“) und den ergänzend nach § 315a Abs. 1 des Handelsgesetzbuchs („HGB“) anzuwendenden handelsrechtlichen Vorschriften erstellten Konzernabschluss der WCM AG für das zum 31. Dezember 2016 endende Geschäftsjahr betrug die Bilanzsumme von WCM zum 31. Dezember 2016 EUR 710,3 Mio. In dem zum 31. Dezember 2016 endenden Geschäftsjahr belief sich das Konzernjahresergebnis (ausweislich des Konzernabschlusses der WCM AG für das zum 31. Dezember 2016 endende Geschäftsjahr) auf ein positives Ergebnis von EUR 18,6 Mio.

Die Internetseite der WCM AG ist unter <http://www.wcm.de/> abrufbar.

1.2 Unternehmensgeschichte und -entwicklung

Die WCM AG, die in anderer Rechtsform bereits seit dem 18. Jahrhundert bestand (Gründung im Jahre 1766), wurde am 16. November 1856 in eine Aktiengesellschaft unter der Firma „Württembergische Cattunmanufactur“ mit Sitz in Heidenheim an der Brenz umgewandelt.

Nach einer wechselvollen Geschichte entwickelte sich die WCM AG zu einer namhaften börsennotierten Beteiligungsgesellschaft, die 1998 erstmals in den MDAX aufgenommen wurde. Zu den Beteiligungen gehörten neben Industriebeteiligungen umfangreiche Beteiligungen im Bereich der Gewerbe- und Wohnimmobilien (ca. 75.000 Wohnungen).

Nachdem einige Firmenbeteiligungen Verluste generierten und die geplante Übernahme einer renommierten Bank scheiterte, wurde durch Beschluss des Amtsgerichts Frankfurt am Main vom 21. November 2006 über das Vermögen der WCM AG das Insolvenzverfahren eröffnet und die WCM AG stellte zunächst ihren Geschäftsbetrieb ein. Nach rechtskräftiger Bestätigung des Insolvenzplans vom 20. Oktober 2010 wurde das Insolvenzverfahren mit Wirkung zum 25. Oktober 2010 aufgehoben. Das Insolvenzgericht ordnete zugleich die Planüberwachung durch den bisherigen Insolvenzverwalter an. Die Hauptversammlung der WCM AG vom 29. Januar 2013 beschloss, den Geschäftsbetrieb der WCM AG fortzusetzen. Dieser Beschluss wurde am 12. März 2013 in das Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main eingetragen. Die Planüberwachung wurde am 22. Dezember 2014 durch Beschluss des Insolvenzgerichts aufgehoben.

Nach Aufhebung des Insolvenzverfahrens und der daraus resultierenden Neuausrichtung des Geschäfts ist die WCM AG seit Ende 2014 unter einem neuen Management wieder operativ tätig.

Im Rahmen der Hauptversammlung der WCM AG am 18. Dezember 2014 wurde der Unternehmensgegenstand der WCM AG abgeändert, um die WCM AG langfristig als Halter eines Bestands von Immobilienbeteiligungen zu positionieren.

1.3 Rechtsform, Gesellschaftssitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand

Die WCM AG 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.

Das Geschäftsjahr der WCM AG entspricht dem Kalenderjahr.

Gemäß § 2 der Satzung der WCM AG (die „**WCM-Satzung**“) besteht der Unternehmensgegenstand der WCM AG 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 AG kann ihren Unternehmensgegenstand über Tochtergesellschaften verwirklichen.

Im Übrigen ist die WCM AG befugt, alle Geschäfte vorzunehmen, die geeignet erscheinen, den Gesellschaftszweck unmittelbar oder mittelbar zu fördern. Sie darf insbesondere auch Unternehmen mit gleichem oder anderem Gesellschaftszweck gründen sowie Zweigniederlassungen im In- und Ausland errichten.

1.4 Organe

Die Führungsgremien der WCM AG sind der Vorstand und der Aufsichtsrat.

1.4.1 Vorstand

Der Vorstand der WCM AG besteht gemäß § 5 Abs. 1 der WCM-Satzung aus einem Mitglied oder mehreren Mitgliedern. Der Aufsichtsrat bestellt die Vorstandsmitglieder und bestimmt ihre Zahl. Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts besteht der Vorstand der WCM AG aus den folgenden Personen:

- Stavros Efremidis, Vorstandsvorsitzender; und
- Ralf Struckmeyer, Chief Financial Officer (CFO).

Die WCM AG wird gemäß § 5 Abs. 2 der WCM-Satzung durch zwei Vorstandsmitglieder oder durch ein Vorstandsmitglied in Gemeinschaft mit einem Prokuristen vertreten. Hat die WCM AG als Vorstand nur eine Person, so vertritt diese die WCM AG allein. Der Aufsichtsrat kann alle oder einzelne Vorstandsmitglieder von den Beschränkungen des § 181 des Bürgerlichen Gesetzbuchs („**BGB**“) befreien, soweit diese mit sich als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte vornehmen.

Die WCM AG hat per ad-hoc Mitteilung am 29. September 2017 bekanntgegeben, dass die derzeitigen Mitglieder des Vorstands der WCM AG ihre Ämter zum 30. November 2017 niederlegen werden.

1.4.2 Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat der WCM AG besteht gemäß § 6 Abs. 1 der WCM-Satzung aus sechs Mitgliedern. Die Aufsichtsratsmitglieder werden nach den Vorgaben des § 6 Abs. 2 bis 4 der WCM-Satzung durch die Hauptversammlung gewählt. Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts besteht der Aufsichtsrat der WCM AG aus folgenden Personen:

- Rainer Laufs, Aufsichtsratsvorsitzender;
- Bernd Günther, Stellvertreter des Aufsichtsratsvorsitzenden;
- Karl Ehlerding, Mitglied des Aufsichtsrats;
- Dr. Christian Schede, Mitglied des Aufsichtsrats;
- Nicola Sievers, Mitglied des Aufsichtsrats; und
- Arthur Ronny Wiener, Mitglied des Aufsichtsrats.

Auf Wunsch der TLG IMMOBILIEN AG schlagen der Vorstand und Aufsichtsrat der WCM AG gemäß Hauptversammlungseinladung vom heutigen Tage der außerordentlichen Hauptversammlung am 17. November 2017 in einem separaten Tagesordnungspunkt vor, die Anzahl der Mitglieder des Aufsichtsrats der WCM AG von sechs auf drei zu reduzieren.

Zudem schlagen Vorstand und Aufsichtsrat der WCM AG auf Wunsch der TLG IMMOBILIEN AG gemäß Hauptversammlungseinladung vom heutigen Tage der außerordentlichen Hauptversammlung am 17. November 2017 in einem separaten Tagesordnungspunkt vor, Herrn Michael Zahn (Vorsitzender des Aufsichtsrats der TLG IMMOBILIEN AG) und Herrn Helmut Ullrich (Mitglied des Aufsichtsrats der TLG IMMOBILIEN AG) in den Aufsichtsrat der WCM AG zu wählen. Im Gegenzug haben folgende Mitglieder des Aufsichtsrats der WCM AG ihren Rücktritt zum Ablauf der außerordentlichen Hauptversammlung am 17. November 2017 erklärt:

- Rainer Laufs, Aufsichtsratsvorsitzender;
- Bernd Günther, Stellvertreter des Aufsichtsratsvorsitzenden;
- Dr. Christian Schede, Mitglied des Aufsichtsrats;
- Nicola Sievers, Mitglied des Aufsichtsrats; und
- Arthur Ronny Wiener, Mitglied des Aufsichtsrats.

1.5 Kapitalstruktur

1.5.1 Grundkapital

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts beläuft sich das Grundkapital der WCM AG auf EUR 136.802.552,00 und ist eingeteilt in 136.802.552 WCM-Aktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der WCM AG von EUR 1,00 je Aktie. Die WCM AG hält derzeit keine eigenen Aktien.

1.5.2 Genehmigtes Kapital 2013

Gemäß § 4 Abs. 5 der WCM-Satzung ist der Vorstand der WCM AG ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der WCM AG bis zum 29. Januar 2018 einmalig oder mehrmalig um bis zu EUR 27.668.769,00 durch Ausgabe von bis zu 27.668.769 Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2013). Der Vorstand der WCM AG ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats den weiteren Inhalt der Aktienrechte und die Bedingungen der Aktienausgabe und der Durchführung der Kapitalerhöhungen festzulegen.

Den Aktionären der WCM AG steht das gesetzliche Bezugsrecht zu. Die neuen Aktien können auch von einem Kreditinstitut oder von mehreren Kreditinstituten mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den Aktionären der WCM AG zum Bezug anzubieten (mittelbares Bezugsrecht).

Der Vorstand der WCM AG ist jedoch ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Bezugsrecht der Aktionäre der WCM AG in folgenden Fällen auszuschließen:

- (1) für Spitzenbeträge;
- (2) bei Kapitalerhöhungen gegen Bareinlagen bis zu einem Betrag, der 10 % des Grundkapitals im Zeitpunkt des Wirksamwerdens dieser Ermächtigung oder, wenn das Grundkapital dann niedriger ist, im Zeitpunkt der Ausübung dieser Ermächtigung nicht übersteigt, wenn der Ausgabepreis der neuen Aktien den Börsenpreis der bereits börsennotierten Aktien gleicher Ausstattung nicht wesentlich im Sinne von § 203 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 2 AktG in Verbindung mit § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG unterschreitet. Auf die vorgenannte 10 %-Grenze werden Aktien angerechnet, die aufgrund einer Ermächtigung der Hauptversammlung erworben und gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 AktG in Verbindung mit § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG während der Laufzeit dieser Ermächtigung veräußert werden. Ferner sind auf diese Begrenzung diejenigen Aktien anzurechnen, die zur Bedienung von Bezugsrechten aus Options- und/oder Wandelschuldverschreibungen ausgegeben werden, sofern die Options- und/oder Wandelschuldverschreibungen in entsprechender Anwendung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG unter Ausschluss des Bezugsrechts ausgegeben werden; und
- (3) bei Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlagen zur Gewährung von neuen Aktien zum Zweck des unmittelbaren oder mittelbaren Erwerbs von Unternehmen, Unternehmensteilen oder Beteiligungen an Unternehmen und von sonstigen Vermögensgegenständen, einschließlich Darlehens- und sonstigen Verbindlichkeiten.

1.5.3 Genehmigtes Kapital 2015

Gemäß § 4 Abs. 8 der WCM-Satzung ist der Vorstand der WCM AG ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der WCM AG bis zum 11. Oktober 2020 einmalig oder mehrmalig um bis zu EUR 6.200.000,00 durch Ausgabe von bis zu 6.200.000 Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2015). Der Vorstand der WCM AG ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats den weiteren Inhalt der Aktienrechte und die Bedingungen der Aktienaussgabe und der Durchführung der Kapitalerhöhungen festzulegen.

Den Aktionären der WCM AG steht das gesetzliche Bezugsrecht zu. Die neuen Aktien können auch von einem Kreditinstitut oder von mehreren Kreditinstituten mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den Aktionären der WCM AG zum Bezug anzubieten (mittelbares Bezugsrecht).

Der Vorstand der WCM AG ist jedoch ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Bezugsrecht der Aktionäre in folgenden Fällen auszuschließen:

- (1) für Spitzenbeträge;
- (2) bei Kapitalerhöhungen gegen Bareinlagen bis zu einem Betrag, der 10 % des Grundkapitals im Zeitpunkt des Wirksamwerdens dieser Ermächtigung oder, wenn das Grundkapital dann niedriger ist, im Zeitpunkt der Ausübung dieser Ermächtigung nicht übersteigt, wenn der Ausgabepreis der neuen Aktien den Börsenpreis der bereits börsennotierten Aktien gleicher Ausstattung nicht wesentlich im Sinne von § 203 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 2 AktG in Verbindung mit § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG unterschreitet. Auf die vorgenannte 10 %-Grenze werden Aktien angerechnet, die aufgrund einer Ermächtigung der Hauptversammlung zur Verwendung eigener Aktien gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 AktG in Verbindung mit § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG oder aufgrund eines anderen genehmigten Kapitals gemäß § 203 Abs. 2 Satz 2 AktG in Verbindung mit § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG während der Laufzeit dieser Ermächtigung ausgegeben oder veräußert werden. Ferner sind auf diese Begrenzung diejenigen Aktien anzurechnen, die aufgrund von Options- und/oder Wandelschuldverschreibungen ausgegeben werden, sofern die Options- und/oder Wandelschuldverschreibungen in entsprechender Anwendung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG unter Ausschluss des Bezugsrechts während der Laufzeit dieser Ermächtigung ausgegeben werden;

- (3) soweit es zum Verwässerungsschutz erforderlich ist, um Inhabern bzw. Gläubigern von Options- oder Wandlungsrechten bzw. entsprechender Options-/Wandlungspflichten aus Schuldverschreibungen, die von der WCM AG und/oder durch im unmittelbaren oder mittelbaren Mehrheitsbesitz der WCM AG stehenden Gesellschaften ausgegeben wurden oder werden, ein Bezugsrecht in dem Umfang zu gewahren, wie es ihnen nach Ausübung ihres Wandlungs- oder Optionsrechts bzw. nach Erfüllung der Options-/Wandlungspflicht zustünde;
- (4) bei Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlagen zur Gewährung von neuen Aktien zum Zweck des unmittelbaren oder mittelbaren Erwerbs von Unternehmen, Unternehmensteilen oder Beteiligungen an Unternehmen oder von sonstigen Vermögensgegenständen, einschließlich Darlehens- und sonstigen Verbindlichkeiten; und
- (5) soweit dies erforderlich ist, um Inhabern bzw. Gläubigern von Schuldverschreibungen die von der WCM AG und/oder durch im unmittelbaren oder mittelbaren Mehrheitsbesitz der WCM AG stehenden Gesellschaften ausgegeben wurden oder werden, bei Ausübung eines Wandlungs- bzw. Optionsrechts oder bei Erfüllung einer Wandlungs-/Optionspflicht neue Aktien der WCM AG gewähren zu können.

1.5.4 Genehmigtes Kapital 2016

Gemäß § 4 Abs. 11 der WCM-Satzung ist der Vorstand der WCM AG ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der WCM AG bis zum 23. August 2021 einmalig oder mehrmalig um bis zu EUR 31.500.000,00 durch Ausgabe von bis zu 31.500.000 Stückaktien gegen Bareinlagen zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2016). Der Vorstand der WCM AG ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats den weiteren Inhalt der Aktienrechte und die Bedingungen der Aktienaussgabe und der Durchführung der Kapitalerhöhungen festzulegen.

Den Aktionären der WCM AG steht das gesetzliche Bezugsrecht zu. Die neuen Aktien können auch von einem Kreditinstitut oder von mehreren Kreditinstituten mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den Aktionären der WCM AG zum Bezug anzubieten (mittelbares Bezugsrecht).

Der Vorstand der WCM AG ist jedoch ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats Spitzenbeträge vom Bezugsrecht der Aktionäre der WCM AG auszunehmen.

1.5.5 Beschlussvorschlag zur Schaffung eines Genehmigten Kapitals 2017

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der WCM AG schlagen gemäß Hauptversammlungseinladung vom heutigen Tage der außerordentlichen Hauptversammlung am 17. November 2017 in einem separaten Tagesordnungspunkt vor, über die Schaffung eines neuen genehmigten Kapitals (Genehmigtes Kapital 2017) und die Aufhebung der bestehenden genehmigten Kapitalia der WCM AG zu beschließen.

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der WCM AG schlagen der Hauptversammlung am 17. November 2017 im Wesentlichen folgende Beschlussfassung vor:

Der Vorstand der WCM AG wird ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der WCM AG in der Zeit bis zum 16. November 2022 um bis zu EUR 68.400.000,00 einmalig oder mehrmals durch Ausgabe von bis zu 68.400.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2017).

Den Aktionären der WCM AG ist grundsätzlich ein Bezugsrecht einzuräumen. Die WCM-Aktien können dabei nach § 186 Abs. 5 AktG auch von einem oder mehreren Kreditinstitut(en) mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den Aktionären der WCM AG zum Bezug anzubieten (mittelbares Bezugsrecht).

Der Vorstand der WCM AG wird jedoch ermächtigt, das Bezugsrecht der Aktionäre der WCM AG mit Zustimmung des Aufsichtsrates für eine oder mehrere Kapitalerhöhungen im Rahmen des Genehmigten Kapitals 2017 auszuschließen,

- (1) um Spitzenbeträge vom Bezugsrecht der Aktionäre der WCM AG auszunehmen;
- (2) soweit es erforderlich ist, um Inhabern bzw. Gläubigern von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente), die mit Wandlungs- bzw. Optionsrechten bzw. Wandlungs- oder Optionspflichten ausgestattet sind und die von der WCM AG oder einer von ihr abhängigen oder in ihrem unmittelbaren bzw. mittelbaren Mehrheitsbesitz stehenden Gesellschaft ausgegeben wurden oder noch werden, ein Bezugsrecht auf neue, auf den Inhaber lautende Stückaktien der WCM AG in dem Umfang zu gewähren, wie es ihnen nach Ausübung der Options- oder Wandlungsrechte bzw. nach Erfüllung von Wandlungs- oder Optionspflichten als Aktionär zustünde;

- (3) zur Ausgabe von WCM-Aktien gegen Bareinlagen, wenn der Ausgabebetrag der neuen WCM-Aktien den Börsenpreis der bereits börsennotierten WCM-Aktien nicht wesentlich im Sinne der §§ 203 Abs. 1 und 2, 186 Abs. 3 Satz 4 AktG unterschreitet und der auf die unter Ausschluss des Bezugsrechts gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG ausgegebenen neuen WCM-Aktien entfallende anteilige Betrag des Grundkapitals insgesamt 10 % des Grundkapitals der WCM AG nicht überschreitet, und zwar weder im Zeitpunkt des Wirksamwerdens noch im Zeitpunkt der Ausübung dieser Ermächtigung. Auf diese Begrenzung von 10 % des Grundkapitals der WCM AG sind WCM-Aktien anzurechnen, die zur Bedienung von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente) mit Wandlungs- oder Optionsrechten bzw. Wandlungs- oder Optionspflichten ausgegeben wurden oder unter Zugrundelegung des zum Zeitpunkt des Beschlusses des Vorstands der WCM AG über die Ausnutzung des Genehmigten Kapitals 2017 gültigen Wandlungspreises auszugeben sind, sofern diese Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente) in entsprechender Anwendung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts ausgegeben wurden. Auf die Höchstgrenze von 10 % des Grundkapitals der WCM AG sind ferner diejenigen eigenen Aktien der WCM AG anzurechnen, die während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre der WCM AG gemäß § 71 Abs. 1 Nummer 8 Satz 5 Halbsatz 2 AktG in Verbindung mit § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG veräußert wurden; und
- (4) zur Ausgabe von WCM-Aktien gegen Sacheinlagen, insbesondere zum Zwecke des (auch mittelbaren) Erwerbs von Unternehmen, Unternehmensteilen, Beteiligungen an Unternehmen oder von sonstigen Vermögensgegenständen (insbesondere Immobilienportfolios bzw. Anteilen an Immobilienunternehmen) oder zur Bedienung von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente), die gegen Sacheinlagen ausgegeben werden.

Der Vorstand der WCM AG wird ferner ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrates den weiteren Inhalt der Aktienrechte (einschließlich einer von § 60 Abs. 2 Satz 3 AktG abweichenden Gewinnbeteiligung der neuen WCM-Aktien) und die Bedingungen der Aktienaussgabe festzulegen.

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der WCM AG schlugen der Hauptversammlung am 17. November 2017 im Rahmen der Beschlussfassung über das Genehmigte Kapital 2017 außerdem vor, die bis zum 29. Januar 2018 befristete Ermächtigung zur Erhöhung des Grundkapitals gemäß § 4 Abs. 5 der WCM-Satzung (Genehmigtes Kapital 2013, siehe Abschnitt III.1.5.2), die bis zum 11. Oktober 2020 befristete Ermächtigung zur Erhöhung des Grundkapitals gemäß § 4 Abs. 8 der WCM-Satzung (Genehmigtes Kapital 2015, siehe Abschnitt III.1.5.3) sowie die bis zum 23. August 2021 befristete Ermächtigung zur Erhöhung des Grundkapitals gemäß § 4 Abs. 11 der WCM-Satzung (Genehmigtes Kapital 2016, siehe Abschnitt III.1.5.4) mit Wirksamwerden des neuen Genehmigten Kapitals 2017 jeweils vollumfänglich aufzuheben.

1.5.6 Aktienoptionsprogramm 2015; Bedingtes Kapital 2015

Die Hauptversammlung der WCM AG hat den Vorstand am 10. Juni 2015 dazu ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats im Rahmen eines Aktienoptionsprogramms bis zu 3.300.000 Aktienoptionsrechte auf bis zu 3.300.000 neue WCM-Aktien zu gewähren (das „**Aktienoptionsprogramm 2015**“). Jedes Aktienoptionsrecht aus dem Aktienoptionsprogramm 2015 gewährt das Recht, nach näherer Maßgabe der Aktienoptionsbedingungen gegen Zahlung des jeweils maßgeblichen Ausübungspreises eine WCM-Aktie zu erwerben.

Aus dem Aktienoptionsprogramm 2015 wurden 2.400.000 Aktienoptionen an den derzeitigen Vorstand der WCM AG, 400.000 Aktienoptionen an ein ehemaliges Vorstandsmitglied der WCM AG sowie 500.000 Aktienoptionen an ausgewählte Arbeitnehmer der WCM AG ausgegeben.

Der derzeitige Vorstand der WCM AG hat seine 2.400.000 Aktienoptionen bereits gegen Ausgabe einer entsprechenden Anzahl von WCM-Aktien ausgeübt. Die 400.000 Aktienoptionen, die an ein ehemaliges Vorstandsmitglied der WCM AG ausgegeben wurden, können frühestens am 6. Mai 2020 ausgeübt werden. Alle Mitarbeiter der WCM AG, die Aktienoptionen unter dem Aktienoptionsprogramm 2015 erhalten haben, haben sich dafür entschieden, die ihnen im Rahmen des Übernahmeangebots eröffnete Option, den Zeitwert der Aktienoptionen nach Vollzug des Übernahmeangebots in bar zu erhalten, auszuüben.

Gemäß § 4 Abs. 7 der WCM-Satzung ist das Grundkapital der WCM AG um bis zu EUR 900.000,00 durch Ausgabe von bis zu 900.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien bedingt erhöht (Bedingtes Kapital 2015). Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur so weit durchgeführt, wie die Inhaber von Aktienoptionsrechten unter dem Aktienoptionsprogramm 2015 von ihrem Bezugsrecht auf WCM-Aktien Gebrauch machen. Die neuen WCM-Aktien nehmen vom Beginn des Geschäftsjahres an am Gewinn teil, für das zum Zeitpunkt der Ausgabe der neuen WCM-Aktien noch kein Beschluss der Hauptversammlung der WCM AG über die Verwendung des Bilanzgewinns gefasst worden ist. Der Vorstand der WCM AG ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung festzulegen, es sei denn, es sollen Aktienoptionsrechte und Aktien an Mitglieder des Vorstands der WCM AG ausgegeben werden; in diesem Fall legt der Aufsichtsrat die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung fest.

1.5.7 Aktienoptionsprogramm 2016; Bedingtes Kapital 2016

Die Hauptversammlung der WCM AG hat den Vorstand am 24. August 2016 dazu ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats im Rahmen eines Aktienoptionsprogramms bis zu 3.000.000 Aktienoptionsrechte auf bis zu 3.000.000 neue WCM-Aktien zu gewähren (das „**Aktienoptionsprogramm 2016**“). Die Aktienoptionsrechte unter dem Aktienoptionsprogramm 2016 entsprechen inhaltlich den unter dem Aktienoptionsprogramm 2015 gewährten Rechten (siehe Abschnitt III.1.5.6).

Die WCM AG hat ausgewählten Arbeitnehmern der WCM AG insgesamt 380.000 Aktienoptionsrechte und den derzeitigen Mitgliedern des Vorstands der WCM AG insgesamt 375.000 Aktienoptionsrechte unter dem Aktienoptionsprogramm 2016 zugeteilt. Aufgrund der Ausübung von Aktienoptionsrechten unter dem Aktienoptionsprogramm 2016 im Rahmen des Übernahmeangebots sind insgesamt 375.000 neue WCM-Aktien an die derzeitigen Mitglieder des Vorstands der WCM AG ausgegeben worden. Alle Mitarbeiter der WCM AG, die Aktienoptionen unter dem Aktienoptionsprogramm 2016 erhalten haben, haben sich dafür entschieden, die ihnen im Rahmen des Übernahmeangebots eröffnete Option, den Zeitwert der Aktienoptionen nach Vollzug des Übernahmeangebots in bar zu erhalten, auszuüben.

Gemäß § 4 Abs. 10 der WCM-Satzung ist das Grundkapital der WCM AG um bis zu EUR 2.625.000,00 durch Ausgabe von bis zu 2.625.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien bedingt erhöht (Bedingtes Kapital 2016). Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur so weit durchgeführt, wie die Inhaber von Aktienoptionsrechten unter dem Aktienoptionsprogramm 2016 von ihrem Bezugsrecht auf WCM-Aktien Gebrauch machen und die WCM AG die Aktienoptionsrechte nicht durch Lieferung eigener Aktien oder durch Barzahlung erfüllt. Die neuen WCM-Aktien nehmen vom Beginn des Geschäftsjahres an am Gewinn teil, für das zum Zeitpunkt der Ausgabe der neuen WCM-Aktien noch kein Beschluss der Hauptversammlung der WCM AG über die Verwendung des Bilanzgewinns gefasst worden ist. Der Vorstand der WCM AG ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung festzulegen, es sei denn, es sollen Aktienoptionsrechte und Aktien an Mitglieder des Vorstands der WCM AG ausgegeben werden; in diesem Fall legt der Aufsichtsrat die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung fest.

1.5.8 Bedingtes Kapital 2014

Gemäß § 4 Abs. 6 der WCM-Satzung ist das Grundkapital der WCM AG um bis zu EUR 7.000.000,00 durch Ausgabe von bis zu 7.000.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien bedingt erhöht (Bedingtes Kapital 2014). Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur so weit durchgeführt, wie die Inhaber bzw. Gläubiger von Options- und/oder Wandlungsschuldverschreibungen, Gewinnschuldverschreibungen und/oder Genussrechten mit Options- und/oder Wandlungsrechten bzw. -pflichten, welche die WCM AG oder ihre Konzerngesellschaften aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung der WCM AG vom 18. Dezember 2014 bis zum 17. Dezember 2019 ausgegeben hat, von ihren Options- bzw. Wandlungsrechten aus diesen Schuldverschreibungen Gebrauch machen oder ihre Pflicht zur Optionsausübung bzw. Wandlung erfüllen, und zwar in allen Fällen jeweils soweit das Bedingte Kapital 2014 nach Maßgabe der Anleihebedingungen der Schuldverschreibungen benötigt wird. Die Ausgabe der neuen Aktien erfolgt zu dem nach Maßgabe des vorstehend bezeichneten Ermächtigungsbeschlusses jeweils zu bestimmenden Options- bzw. Wandlungspreis. Die neuen Aktien nehmen vom Beginn des Geschäftsjahres an, in dem sie aufgrund der Ausübung von Options- bzw. Wandlungsrechten oder der Erfüllung von Options- bzw. Wandlungspflichten ausgegeben werden, am Gewinn teil. Der Vorstand der WCM AG ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung festzusetzen.

Nach Ausgabe von 1.192.052 Bezugsaktien im Jahre 2016 und 2.063.000 Bezugsaktien im Jahre 2017 besteht das Bedingte Kapital 2014 noch in Höhe von EUR 3.744.948,00. Die WCM AG hat derzeit keine Instrumente aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 18. Dezember 2014 ausgegeben.

1.5.9 Bedingtes Kapital II 2015

Gemäß § 4 Abs. 9 der WCM-Satzung ist das Grundkapital der WCM AG um bis zu EUR 40.000.000,00 durch Ausgabe von bis zu 40.000.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien bedingt erhöht (Bedingtes Kapital II 2015). Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur so weit durchgeführt, wie die Inhaber bzw. Gläubiger von Options- und/oder Wandlungsschuldverschreibungen, Gewinnschuldverschreibungen und/oder Genussrechten mit Options- und/oder Wandlungsrechten bzw. -pflichten, die die WCM AG oder ihre Konzerngesellschaften aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 12. Oktober 2015 bis zum 11. Oktober 2020 ausgegeben hat, von ihren Options- bzw. Wandlungsrechten aus diesen Schuldverschreibungen Gebrauch machen oder ihre Pflicht zur Optionsausübung- bzw. Wandlung erfüllen, und zwar in allen Fällen jeweils soweit das Bedingte Kapital II 2015 nach Maßgabe der Anleihebedingungen der Schuldverschreibungen benötigt wird. Die Ausgabe der neuen Aktien erfolgt zu dem nach Maßgabe des vorstehend bezeichneten Ermächtigungsbeschlusses jeweils zu bestimmenden Options- bzw. Wandlungspreis. Die neuen Aktien nehmen vom Beginn des Geschäftsjahres an, in dem sie aufgrund der Ausübung von Options- bzw. Wandlungsrechten oder der Erfüllung von Options- bzw. Wandlungspflichten ausgegeben werden, am Gewinn teil. Der Vorstand der WCM AG ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats, die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung festzusetzen.

Die WCM AG hat derzeit keine Instrumente aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 12. Oktober 2015 ausgegeben.

1.5.10 Bedingtes Kapital II 2016

Gemäß § 4 Abs. 12 der WCM-Satzung ist das Grundkapital der WCM AG um bis zu EUR 5.700.000,00 durch Ausgabe von bis zu 5.700.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien bedingt erhöht (Bedingtes Kapital II 2016). Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur soweit durchgeführt, wie die Inhaber bzw. Gläubiger von Options- und/oder Wandlungsschuldverschreibungen, Gewinnschuldverschreibungen und/oder Genussrechten mit Options- und/oder Wandlungsrechten bzw. -pflichten, die die WCM AG oder ihre Konzerngesellschaften aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 24. August 2016 bis zum 23. August 2021 ausgegeben hat, von ihren Options- bzw. Wandlungsrechten aus diesen Schuldverschreibungen Gebrauch machen oder ihre Pflicht zur Optionsausübung- bzw. Wandlung erfüllen, und zwar in allen Fällen jeweils, soweit das Bedingte Kapital II 2016 nach Maßgabe der Anleihebedingungen der Schuldverschreibungen benötigt wird. Die Ausgabe der neuen Aktien erfolgt zu dem nach Maßgabe des vorstehend bezeichneten Ermächtigungsbeschlusses jeweils zu bestimmenden Options- bzw. Wandlungspreis. Die neuen Aktien nehmen vom Beginn des Geschäftsjahres an, in dem sie aufgrund der Ausübung von Options- bzw. Wandlungsrechten oder der Erfüllung von Options- bzw. Wandlungspflichten ausgegeben werden, am Gewinn teil. Der Vorstand der WCM AG ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung festzusetzen.

Die WCM AG hat derzeit keine Instrumente aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 24. August 2016 ausgegeben.

1.5.11 *Beschlussvorschlag zur Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen und zur Schaffung eines Bedingten Kapitals 2017*

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der WCM AG schlagen gemäß Hauptversammlungseinladung vom heutigen Tage der außerordentlichen Hauptversammlung am 17. November 2017 in einem separaten Tagesordnungspunkt vor, über die Ermächtigung zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente) und die Schaffung eines bedingten Kapitals (Bedingtes Kapital 2017) sowie die Aufhebung der bestehenden Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen und die teilweise Aufhebung der bestehenden bedingten Kapitalia der WCM AG zu beschließen.

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der WCM AG schlagen der Hauptversammlung am 17. November 2017 im Wesentlichen folgende Beschlussfassung vor:

Der Vorstand der WCM AG wird ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrates der WCM AG bis zum 16. November 2022 einmalig oder mehrmals auf den Inhaber oder Namen lautende Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechte und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente) im Nennbetrag von bis zu EUR 250.000.000,00 mit oder ohne Laufzeitbegrenzung zu begeben und den Gläubigern bzw. Inhabern von Schuldverschreibungen Wandlungs- oder Optionsrechte auf Aktien der WCM AG mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals der WCM AG von bis zu EUR 68.000.000,00 nach näherer Maßgabe der jeweiligen Options- bzw. Wandelanleihebedingungen bzw. Genussrechtsbedingungen zu gewähren.

Das Grundkapital der WCM AG wird um bis zu EUR 68.000.000,00 durch Ausgabe von bis zu 68.000.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit Gewinnberechtigung bedingt erhöht (Bedingtes Kapital 2017). Die bedingte Kapitalerhöhung dient der Gewährung von WCM-Aktien bei Ausübung von Wandlungs- oder Optionsrechten bzw. bei der Erfüllung von Wandlungs- oder Optionspflichten an die Inhaber bzw. Gläubiger von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente), die aufgrund des entsprechenden Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung der WCM AG vom 17. November 2017 ausgegeben worden sind.

Die Ausgabe der neuen WCM-Aktien erfolgt zu dem nach Maßgabe des entsprechenden Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung der WCM AG vom 17. November 2017 jeweils festzulegenden Wandlungs- oder Optionspreis. Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur insoweit durchgeführt, als die Inhaber von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente), die von der WCM AG oder abhängigen oder im Mehrheitsbesitz der WCM AG stehenden Unternehmen aufgrund des entsprechenden Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung der WCM AG vom 17. November 2017 ausgegeben bzw. garantiert werden, ihre Wandlungs- bzw. Optionsrechte ausüben oder Wandlungspflichten erfüllen, oder soweit die WCM AG ein Wahlrecht ausübt, ganz oder teilweise anstelle der Zahlung des fälligen Geldbetrags WCM-Aktien zu gewähren.

Die neuen WCM-Aktien nehmen von dem Beginn des Geschäftsjahrs an, in dem sie entstehen, am Gewinn teil; abweichend hiervon kann der Vorstand der WCM AG für Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente), die aufgrund des entsprechenden Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung der WCM AG vom 17. November 2017 ausgegeben bzw. garantiert werden, sofern rechtlich zulässig, mit Zustimmung des Aufsichtsrates der WCM AG festlegen, dass die neuen WCM-Aktien vom Beginn des Geschäftsjahrs an, für das im Zeitpunkt der Ausübung von Wandlungs- bzw. Optionsrechten oder der Erfüllung von Wandlungspflichten oder bei Ausübung eines Wahlrechts durch die WCM AG noch kein Beschluss der Hauptversammlung der WCM AG über die Verwendung des Bilanzgewinns gefasst worden ist, am Gewinn teilnehmen. Der Vorstand der WCM AG wird ermächtigt, die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung festzusetzen.

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der WCM AG schlagen der Hauptversammlung am 17. November 2017 im Rahmen der Beschlussfassung über die Ermächtigung zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente) und über die Schaffung des Bedingten Kapitals 2017 außerdem vor,

- die Ermächtigungen zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente) vom 18. Dezember 2014, vom 12. Oktober 2015 und vom 24. August 2016 sowie die entsprechenden bedingten Kapitalia gemäß § 4 Abs. 6 der WCM-Satzung (Bedingtes Kapital 2014, siehe Abschnitt III.1.5.8), gemäß § 4 Abs. 9 der WCM-Satzung (Bedingtes Kapital II 2015, siehe Abschnitt III.1.5.9) und gemäß § 4 Abs. 12 der WCM-Satzung (Bedingtes Kapital II 2016, siehe Abschnitt III.1.5.10) vollumfänglich,
- die Ermächtigung des Vorstands der WCM AG zur Ausgabe von Bezugsrechten für auf den Inhaber lautende Stückaktien der WCM AG vom 10. Juni 2015 vollumfänglich sowie die das bedingte Kapital gemäß § 4 Abs. 7 der WCM-Satzung (Bedingtes Kapital 2015, siehe Abschnitt III.1.5.6) bis auf einen Betrag von EUR 400.000,00 und

- die Ermächtigung des Vorstands der WCM AG zur Ausgabe von Bezugsrechten für auf den Inhaber lautende Stückaktien der WCM AG vom 24. August 2016 sowie das bedingte Kapital gemäß § 4 Abs. 10 der WCM-Satzung (Bedingtes Kapital 2016, siehe Abschnitt III.1.5.7) vollumfänglich

mit Wirksamwerden des neuen Bedingten Kapitals 2017 jeweils aufzuheben.

1.6 Aktionäre

Das Übernahmeangebot der TLG IMMOBILIEN AG wurde für insgesamt 117.505.327 WCM-Aktien angenommen. Diese WCM-Aktien wurden für Zwecke der Abwicklung des Übernahmeangebots von den WCM-Aktionären, die das Übernahmeangebot angenommen haben, zunächst an die UBS Europe SE, Opernturm, Bockenheimer Landstraße 2-4, 60306 Frankfurt am Main, als Umtauschtreuhänderin des Übernahmeangebots (die „**Umtauschtreuhänderin**“) übereignet. Die Übereignung erfolgte aufschiebend bedingt auf den Eintritt der Vollzugsbedingungen des Übernahmeangebots, einschließlich der Eintragung der Kapitalerhöhung zur Schaffung der für den Vollzug des Übernahmeangebots benötigten Aktien der TLG IMMOBILIEN AG.

Infolge der für die Abwicklung des Übernahmeangebots erforderlichen Sachkapitalerhöhung und Regulierung von Aktienspitzen wurden 117.505.327 WCM-Aktien von der Umtauschtreuhänderin auf die TLG IMMOBILIEN AG als Sacheinlage übertragen und 20.435.708 neue Aktien der TLG IMMOBILIEN AG ausgegeben.. Mit Eintragung dieser Kapitalerhöhung in das Handelsregister am 6. Oktober 2017 ist die letzte Vollzugsbedingung des Übernahmeangebots eingetreten. Die TLG IMMOBILIEN AG hält damit zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts 117.505.327 WCM-Aktien. Dies entspricht rund 85,89 % des Grundkapitals und der Stimmrechte der WCM AG.

Nahezu alle Aktionäre der WCM AG, die ausweislich der bei der WCM AG bis zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts eingegangenen Stimmrechtsmitteilungen vor dem Vollzug des Übernahmeangebots mittelbar oder unmittelbar 3,0 % oder mehr der WCM-Aktien und Stimmrechte an der WCM AG hielten, haben sich gegenüber der TLG IMMOBILIEN AG verpflichtet, ihre WCM-Aktien im Rahmen des Übernahmeangebots einzureichen. Die TLG IMMOBILIEN AG hat von jedem dieser Aktionäre entsprechende Nachweise erhalten.

Im Übrigen hat die BlackRock, Inc., Vereinigte Staaten von Amerika, einen indirekten Anteilsbesitz von rund 3,0% der WCM-Aktien zum 8. September 2017 gemeldet, den sie durch diverse Tochtergesellschaften hält. Die BlackRock, Inc. hat sich nicht gegenüber der TLG IMMOBILIEN AG verpflichtet, das Übernahmeangebot für diese WCM-Aktien anzunehmen und die Vertragsparteien haben keine Kenntnis darüber, ob die BlackRock, Inc. das Übernahmeangebot angenommen hat. Im Übrigen gehen die Vertragsparteien davon aus, dass zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts außer der TLG IMMOBILIEN AG keine weitere Person 3,0 % oder mehr der WCM-Aktien und Stimmrechte an der WCM AG hält.

1.7 Börsenhandel

Die WCM-Aktien (ISIN DE000A1X3X33/WKN A1X3X3) 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-Aktien gehören derzeit dem CDAX, DIMAX sowie dem FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe an.

1.8 Struktur von WCM

1.8.1 Operative und rechtliche Struktur

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

Das Kerngeschäft von 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.

1.8.2 Wesentliche Tochterunternehmen; Konsolidierungskreis

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

Eine Aufstellung des Anteilsbesitzes der WCM AG zum 30. September 2017 an verbundenen Unternehmen (einschließlich der Angaben nach § 285 Nr. 11 HGB) ist diesem Vertragsbericht als **Anlage 1** beigefügt.

1.9 Überblick über die Geschäftstätigkeit

Schwerpunkte der Geschäftstätigkeit von WCM sind bei Büroimmobilien die sieben großen Standorte München, Hamburg/Bremen, Berlin, Frankfurt/Rhein-Main, Köln/Düsseldorf, Großraum Stuttgart und Dresden/Leipzig. Dabei zielt WCM darauf ab, hochwertige Immobilien mit solventen Mietern, langfristigen Mietverträgen und einem Leerstand von 5 % bis 15 % zu erwerben. Bei Einzelhandelsimmobilien legt WCM ihren Schwerpunkt auf Metropolregionen in Deutschland, die eine hohe Bevölkerungsdichte und eine gute Infrastruktur aufweisen. Sie strebt dabei Mietverträge mit renommierten Einzelhandelsunternehmen, die eine Laufzeit von mehr als zehn Jahren aufweisen und fokussiert sich auf Immobilien mit einem niedrigen Leerstand.

Das Immobilienportfolio von WCM bestand zum 30. Juni 2017 aus 57 Immobilien mit einer vermietbaren Gesamtfläche von 426.198 Quadratmetern. Zum gleichen Zeitpunkt beliefen sich die jährlichen Mieteinnahmen auf EUR 47,5 Mio. und die mit der von der European Public Real Estate Association empfohlenen Definition berechnete Leerstandsquote („**EPRA Leerstandsquote**“) auf 4,5 % (ausweislich des Halbjahresberichts der WCM AG zum 30. Juni 2017).

Der Wert des Immobilienportfolios von WCM betrug zum 30. Juni 2017 EUR 801,0 Mio. (ausweislich des Halbjahresberichts der WCM AG zum 30. Juni 2017).

Das Portfolio von WCM gliedert sich in die Assetklassen Büro- und Einzelhandelsimmobilien. Auf die Assetklasse Büroimmobilien entfallen dabei 44,6 % des Gesamtportfolios (ausgehend vom Wert des Gesamtimmobilienportfolios zum 30. Juni 2017). 81,0 % des Büroimmobilienportfolios von WCM befinden sich in Frankfurt am Main inklusive der Rhein-Main-Region, 11,6 % in Berlin und 7,4 % in Düsseldorf/Bonn (ausgehend vom Wert des Gesamtimmobilienportfolios zum 30. Juni 2017).

Auf die Assetklasse Einzelhandelsimmobilien von WCM entfallen 55,4 % des Gesamtportfolios (ausgehend vom Wert des Gesamtimmobilienportfolios zum 30. Juni 2017). Die Einzelhandelsimmobilien gliedern sich dabei in Einkaufs- und Fachmarktzentren, die 75,2 % des Gewerbeimmobilienportfolios von WCM ausmachen, Supermärkte, auf die 16,7 % des Einzelhandelsimmobilienportfolios entfällt und Baumärkte, welche die verbleibenden 8,1 % ausmachen (ausgehend vom Wert des Gesamtimmobilienportfolios zum 30. Juni 2017).

1.10 Geschäftliche Entwicklung, Ergebnissituation und Vermögenslage, wesentliche Finanzdaten

Die folgenden ausgewählten Finanzinformationen für die Geschäftsjahre 2014, 2015 und 2016 bzw. zu den Abschlussstichtagen 31. Dezember 2014, 2015 und 2016 wurden den geprüften Konzernabschlüssen der WCM AG für die jeweiligen Geschäftsjahre entnommen oder aus diesen abgeleitet. Diese Konzernabschlüsse wurden gemäß IFRS und den ergänzend nach § 315a Abs. 1 HGB anzuwendenden handelsrechtlichen Vorschriften erstellt. Die ausgewählten Finanzinformationen zum 30. Juni 2017 bzw. für den Zeitraum vom 1. Januar 2017 bis zum 30. Juni 2016 wurden dem ungeprüften Konzernzwischenabschluss der WCM AG, der nach IFRS und den ergänzend nach § 315a Abs. 1 HGB anzuwenden handelsrechtlichen Vorschriften erstellt wurde, entnommen oder aus diesen abgeleitet.

1.10.1 Finanzinformationen für die Geschäftsjahre 2014, 2015 und 2016

Gemäß dem Konzernabschluss der WCM AG für das zum 31. Dezember 2016 endende Geschäftsjahr betrug die Bilanzsumme von WCM zum 31. Dezember 2016 EUR 710,3 Mio. In dem zum 31. Dezember 2016 endenden Geschäftsjahr belief sich das Konzernjahresergebnis auf ein positives Ergebnis von EUR 18,6 Mio.

WCM hat ihre für 2016 gesetzten Ziele erreicht bzw. übertroffen. Die Mittelzuflüsse aus der operativen Tätigkeit (*Funds from Operations*), berechnet als Periodenergebnis bereinigt um Veräußerungsergebnis, Abschreibungen, Bewertungsergebnis der Immobilien, Bewertungseffekte von Finanzinstrumenten, zahlungsunwirksame Aufwendungen und Erträge, Einmal- bzw. Sondereinflüsse, Finanzierungs- und Transaktionskosten, Ertragssteuern einschließlich latenter Steuern („FFO I“) betragen EUR 18,0 Mio. Hierzu trugen insbesondere die Mieterlöse bei. Diese konnten um EUR 22 Mio. gegenüber dem Vorjahr aufgrund des gewachsenen Portfolios gesteigert werden. Daraus resultiert auch im Wesentlichen die Steigerung des FFO I um rund EUR 10 Mio.

In 2016 wurde ein Ergebnis vor Steuern und vor dem Ergebnis aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwertes von EUR 6,4 Mio. (im Vorjahr EUR 1,9 Mio.) bzw. ein Periodenergebnis von EUR 18,6 Mio. (im Vorjahr EUR 57,7 Mio.) erzielt.

Der Wert der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien stieg von EUR 501,5 Mio. auf EUR 662,1 Mio. Zum Anstieg trugen selektive Zukäufe und Sacheinlagen mit EUR 148,1 Mio. sowie Änderungen der beizulegenden Zeitwerte (*Fair Value*) mit EUR 29,2 Mio. bei. Dem standen Abgänge aus Portfoliooptimierungen gegenüber.

Die WCM AG hatte als Muttergesellschaft des Konzerns zum 31. Dezember 2016 ein nach den Vorschriften des HGB errechnetes Eigenkapital in Höhe von EUR 252,4 Mio. nach EUR 202,9 Mio. im Vorjahr. Der Anstieg ist im Wesentlichen durch die Sacheinlage in Form von 94,9 % der Anteile an der WCM Handelsmärkte IV GmbH (Einzelhandelszentrum Straubing) (EUR 28,0 Mio.) und den durch die Hebung stiller Reserven beeinflussten Jahresüberschuss (EUR 19,7 Mio.) entstanden. Die Eigenkapitalquote belief sich zum 31. Dezember 2016 auf 44,4 %.

WCM wies zum 31. Dezember 2016 einen Nettoverschuldungsgrad (*Loan to Value* („NET LTV“) von 53,1 % aus. Die WCM AG und WCM sind jederzeit ihren finanziellen Verpflichtungen nachgekommen. Die Liquidität im Geschäftsjahr 2016 war jederzeit gesichert.

1.10.1.1 Daten aus der Konzerngesamtergebnisrechnung

	Für das zum 31. Dezember endende Geschäftsjahr		
	2014	2015	2016
		(geprüft)	
		(in EUR Mio.)	
Mieterlöse.....	–	10,4	32,6
Aufwendungen für Betriebs- und Nebenkosten	–	(0,9)	(2,8)
Ergebnis aus der Vermietung.....	–	9,6	29,8
Veräußerungserlöse aus zum Verkauf gehaltenen Immobilien	–	–	7,9
Aufwendungen aus dem Abgang von zum Verkauf gehaltenen Immobilien	–	–	(7,1)
Ergebnis aus der Veräußerung von zum Verkauf gehaltenen Immobilien.....	–	–	0,8
Unrealisiertes Ergebnis aus der Bewertung von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien zum beizulegenden Zeitwert.....	–	54,9	29,2
Ergebnis aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwerts.....	–	54,9	29,2
Sonstige betriebliche Erträge.....	1,0	3,0	1,5
Betriebliche Erträge.....	1,0	3,0	1,5
Personalaufwand	(0,2)	(1,5)	(4,6)
Planmäßige Abschreibungen	–	(0,4)	(1,1)
Sonstige betriebliche Aufwendungen.....	(1,5)	(6,7)	(12,9)
Betriebliche Aufwendungen	(1,7)	(8,6)	(18,5)
Betriebsergebnis	(0,7)	58,9	42,7

	Für das zum 31. Dezember endende Geschäftsjahr		
	2014	2015	2016
		(geprüft)	
		(in EUR Mio.)	
Finanzerträge	0	0,1	0,4
Finanzaufwendungen	(0,2)	(2,2)	(7,5)
Finanzergebnis	(0,2)	(2,1)	(7,1)
Ergebnis vor Steuern	(0,9)	56,8	35,6
Ertragsteuern	2,0	0,9	(17,0)
Sonstige Steuern	0,1	0	0
Konzernjahresergebnis/Gesamtergebnis	1,2	57,7	18,6

1.10.1.2 Daten aus der Konzernbilanz

	Zum 31. Dezember		
	2014	2015	2016
		(geprüft)	
		(in EUR Mio.)	
VERMÖGENSWERTE			
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>			
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	19,4	11,1	10,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,0	0,3	0,1
Zum Verkauf gehaltene Immobilien	–	4,2	0,0
Andere finanzielle Vermögenswerte	0,3	0,2	0,2
Geleistete Anzahlungen	3,1	–	–
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	0,6	14,6	21,4
Summe kurzfristige Vermögenswerte	23,3	30,4	31,7
<i>Langfristige Vermögenswerte</i>			
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	17,3	501,5	662,1
Immaterielle Vermögenswerte	–	0,1	0,2
Technische Anlagen und Maschinen	0,4	1,0	0,1
Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung	0,0	3,7	3,0
Geleistete Anzahlungen auf Sachanlagenvermögen	–	0,1	0,4
Latente Steueransprüche	2,4	10,9	5,5
Andere finanzielle Vermögenswerte	0,4	3,2	6,8
Sonstige langfristige Vermögenswerte	–	–	0,4
Summe langfristige Vermögenswerte	20,6	520,5	678,5
Bilanzsumme	43,9	550,9	710,3

	Zum 31. Dezember		
	2014	2015 (geprüft) (in EUR Mio.)	2016
EIGENKAPITAL UND SCHULDEN			
<i>Kurzfristige Schulden</i>			
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen..	3,5	6,1	5,9
Sonstige Verbindlichkeiten	0,1	4,7	9,2
Andere finanzielle Verbindlichkeiten.....	2,0	76,3	22,2
Sonstige Rückstellungen	0,3	1,8	2,8
Summe kurzfristige Schulden	5,9	88,9	40,0
<i>Langfristige Schulden</i>			
Andere finanzielle Verbindlichkeiten.....	6,2	187,8	339,7
Latente Steuerschulden	–	4,7	14,6
Summe langfristige Schulden	6,2	192,5	354,3
EIGENKAPITAL			
Grundkapital.....	33,8	120,8	132,0
Kapitalrücklage	13,8	76,4	93,6
Wandelanleihe.....	–	1,8	0,0
Gewinnrücklagen (2015 und 2016) /Bilanzverlust (2014)	(16,8)	62,4	78,4
Eigenkapital der Eigentümer des Mutterunternehmens.....	30,8	261,4	304,0
Nicht beherrschende Anteile	1,1	8,2	12,0
Summe Eigenkapital	31,8	269,6	315,9
Bilanzsumme.....	43,9	550,9	710,3

1.10.1.3 Ausgewählte Daten aus der Konzernkapitalflussrechnung

	Für das zum 31. Dezember endende Geschäftsjahr		
	2014	2015 (geprüft) (in EUR Mio.)	2016
Netto-Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit.....	1,7	(2,6)	21,3
Cashflow aus Investitionstätigkeit.....	(2,8)	(352,3)	(75,8)
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit.....	20,5	346,7	53,3
Zunahme / Abnahme der Zahlungsmittel und Äquivalente	19,4	(8,2)	(1,1)

1.10.2 Finanzinformationen zum 30. Juni 2017 bzw. für den Zeitraum vom 1. Januar 2017 bis zum 30. Juni 2017

Nach der Konzernquartalsmitteilung der WCM AG für den zum 30. Juni 2017 endenden Sechsmonatszeitraum betrug die Bilanzsumme von WCM zum 30. Juni 2017 EUR 869,5 Mio. Das Konzernperiodenergebnis im zum 30. Juni 2017 endenden Sechsmonatszeitraum belief sich auf ein positives Ergebnis von EUR 17,0 Mio.

1.10.2.1 Daten aus der Konzernzwischenjahresergebnisrechnung

	Für den zum 30. Juni endenden Sechsmonatszeitraum	
	2016	2017
	(ungeprüft) (in EUR Mio.)	
Mieterlöse.....	15,4	22,7
Aufwendungen für Betriebs- und Nebenkosten	(1,1)	(1,9)
Ergebnis aus der Vermietung	14,3	20,8
Veräußerungserlöse aus zum Verkauf gehaltenen Immobilien	7,9	–
Aufwendungen aus dem Abgang von zum Verkauf gehaltenen Immobilien	(7,1)	–
Ergebnis aus der Veräußerung von zum Verkauf gehaltenen Immobilien	0,8	–
Unrealisiertes Ergebnis aus der Bewertung von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien zum beizulegenden Zeitwert.....	14,2	16,2
Ergebnis aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwerts	14,2	16,2
Sonstige betriebliche Erträge.....	0,8	0,3
Betriebliche Erträge	0,8	0,3
Personalaufwand	(2,5)	(3,5)
Planmäßige Abschreibungen	(0,7)	(0,1)
Sonstige betriebliche Aufwendungen.....	(7,3)	(7,6)
Betriebliche Aufwendungen	(10,5)	(11,2)
Betriebsergebnis	19,6	26,2
Finanzerträge.....	0,1	0,2
Finanzaufwendungen	(3,8)	(4,8)
Finanzergebnis	(3,7)	(4,6)
Ergebnis vor Steuern	15,9	21,6
Ertragsteuern	(2,5)	(4,6)
Sonstige Steuern.....	–	–
Gesamtergebnis der Periode	13,4	17,0

1.10.2.2 Daten aus der Konzernzwischenbilanz

	Zum 30. Juni 2017 (ungeprüft) (in EUR Mio.)
VERMÖGENSWERTE	
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>	
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	29,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,3
Zum Verkauf gehaltene Immobilien	2,1
Andere finanzielle Vermögenswerte	0,2
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	20,2
Summe kurzfristige Vermögenswerte	53,4
<i>Langfristige Vermögenswerte</i>	
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	798,9
Immaterielle Vermögenswerte	0,2
Technische Anlagen und Maschinen	0,1
Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung	0,7
Geleistete Anzahlungen auf Sachanlagenvermögen	0,4
Latente Steueransprüche	6,0
Andere finanzielle Vermögenswerte	8,3
Sonstige langfristige Vermögenswerte	1,5
Summe langfristige Vermögenswerte	816,1
Bilanzsumme	869,5
EIGENKAPITAL UND SCHULDEN	
<i>Kurzfristige Schulden</i>	
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	4,0
Sonstige Verbindlichkeiten	20,3
Andere finanzielle Verbindlichkeiten	61,9
Sonstige Rückstellungen	3,6
Summe kurzfristige Schulden	89,9
<i>Langfristige Schulden</i>	
Andere finanzielle Verbindlichkeiten	417,6
Latente Steuerschulden	20,0
Summe langfristige Schulden	437,5
EIGENKAPITAL	
Grundkapital	134,0
Kapitalrücklage	97,5
Gewinnrücklagen	93,2
Eigenkapital der Eigentümer des Mutterunternehmens	324,7
Nicht beherrschende Anteile	17,5
Summe Eigenkapital	342,2
Bilanzsumme	869,5

1.10.2.3 Ausgewählte Daten aus der Konzernkapitalflussrechnung

	Für den zum 30. Juni endenden Sechsmonatszeitraum	
	2016	2017
	(ungeprüft) (in EUR Mio.)	
Netto-Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit.....	6,7	15,8
Cashflow aus Investitionstätigkeit.....	(42,0)	(56,5)
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit.....	61,5	60,4
Zunahme / Abnahme der Zahlungsmittel und -äquivalente	26,2	19,7

1.10.3 Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation für den Zeitraum vom 1. Januar 2017 bis zum 30. Juni 2017

Das Konzernperiodenergebnis ist im Wesentlichen aufgrund des höheren Immobilienbestandes gegenüber dem Vorjahresvergleichszeitraum angestiegen. Weiterhin haben positive Bewertungseffekte zum deutlichen Ergebnisanstieg beigetragen. Hingegen haben Einmal- und Sondereffekte das Konzernperiodenergebnis belastet. Die Einmalaufwendungen umfassen im Wesentlichen Transaktions- und Marktsondierungskosten, die in Verbindung mit dem Erwerb und der Finanzierung von Immobilien bzw. Gesellschaften standen sowie Kosten im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot.

Die wesentliche Bilanzposition stellen die als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien dar. Diese haben sich durch Ankäufe (EUR 122,7 Mio.) sowie durch Aufwertungen (EUR 16,2 Mio.) erhöht. Gegenläufig wirkt sich die Umgliederung einer zum Verkauf vorgesehenen Immobilie aus (EUR 2,1 Mio.). Das Eigenkapital hat sich im Wesentlichen durch die zum 16. Februar 2017 ausgegebene und zum 31. Mai 2017 gewandelte Pflichtwandelanleihe sowie aufgrund des positiven Halbjahresergebnisses erhöht. Die Eigenkapitalquote belief sich zum 30. Juni 2017 auf 39 %.

Der NET LTV verblieb mit 56,2 % auf stabilem Niveau. WCM war jederzeit in der Lage, ihren finanziellen Verpflichtungen nachzukommen.

2. TLG IMMOBILIEN AG

2.1 *Überblick*

Die TLG IMMOBILIEN AG ist eine börsennotierte Aktiengesellschaft mit Sitz in Berlin und Muttergesellschaft von TLG. TLG sieht sich als führender Gewerbeimmobilienspezialist in Berlin und den regionalen Wirtschaftszentren Dresden, Leipzig, und Rostock sowie seit Beginn des Jahres 2017 auch in Frankfurt am Main, der als überregional aktiver Portfolio Manager insbesondere Büro- und Einzelhandelsimmobilien sowie sieben Hotels bewirtschaftet. Im Rahmen ihrer Portfoliostrategie stehen Objekte in etablierten und sehr guten Lagen, mit guter Gebäudesubstanz und mit nachhaltigen Mieterträgen im Fokus von TLG.

Zum 30. September 2017 beschäftigte TLG insgesamt 106 Vollzeit- und drei Teilzeitangestellte.

Gemäß dem nach IFRS und den ergänzend nach § 315a Abs.1 HGB anzuwendenden handelsrechtlichen Vorschriften erstellten Konzernabschluss der TLG IMMOBILIEN AG für das zum 31. Dezember 2016 endende Geschäftsjahr betrug die Bilanzsumme von TLG zum 31. Dezember 2016 EUR 2.344,8 Mio. In dem zum 31. Dezember 2016 endenden Geschäftsjahr belief sich das Gesamtergebnis (ausweislich des Konzernabschlusses der TLG IMMOBILIEN AG für das zum 31. Dezember 2016 endende Geschäftsjahr) auf ein positives Ergebnis von EUR 92,1 Mio.

Die Internetseite der TLG IMMOBILIEN AG ist unter <http://www.tlg.de/> abrufbar.

2.2 *Unternehmensgeschichte und -entwicklung*

Die TLG IMMOBILIEN AG geht auf zwei ehemalige Tochterunternehmen der Treuhandanstalt zurück, einer öffentlich-rechtlichen Anstalt, deren Zweck die Verwaltung der vormals der Deutschen Demokratischen Republik gehörenden Unternehmen war.

2.2.1 DUHO Verwaltungs-Gesellschaft mbH

Die DUHO Verwaltungs-Gesellschaft mbH („DUHO“) mit Sitz in Berlin wurde mit Gesellschaftsvertrag vom 18. Juni 1991 durch Maßnahmen nach dem Spaltungsgesetz gegründet. Ihre Gründung wurde am 24. Juni 1991 in das Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg unter der Registernummer HRB 38419 eingetragen.

Der Gesellschaftszweck der DUHO lag in der Privatisierung bestimmter Gewerbeimmobilien, die den Handelsorganisationen der Deutschen Demokratischen Republik gehörten. Am 29. September 1994 beschloss die Gesellschafterversammlung zunächst die Auflösung der DUHO. Der Beschluss wurde am 11. November 1994 in das Handelsregister eingetragen. Am 31. Juni 1996 wurde das Stammkapital der DUHO der Bundesrepublik Deutschland übertragen. Am 18. Juli 1996 beschloss die Gesellschafterversammlung, die Geschäfte der DUHO fortzuführen. Der Beschluss wurde am 26. Juli 1996 in das Handelsregister eingetragen.

2.2.2 Liegenschaftsdienst für die Treuhandanstalt GmbH

Die Liegenschaftsdienst für die Treuhandanstalt GmbH wurde mit Gesellschaftsvertrag vom 12. November 1990 gegründet und am 10. Dezember 1990 in das Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg unter der Registernummer HRB 36064 eingetragen. Am 18. März 1991 erfolgte die Umfirmierung in Liegenschaftsgesellschaft der Treuhandanstalt mbH und die Änderung des Gesellschaftszwecks dahingehend, das Immobilienvermögen der früheren Deutschen Demokratischen Republik zu privatisieren. Bis Ende des Jahres 1994 verkaufte die Liegenschaftsgesellschaft der Treuhandanstalt mbH rund 37.000 Immobilien aus dem Bestand der Treuhandanstalt für einen Gesamtpreis von rund EUR 8,9 Mrd.

Rund 11.000 andere Immobilien wurden rückübertragen oder an Kommunen übereignet.

Im Jahre 1994 erfolgte die Umfirmierung der Liegenschaftsgesellschaft der Treuhandanstalt mbH in die TLG Treuhand Liegenschaftsgesellschaft mbH und die Bundesrepublik Deutschland wurde Inhaber ihres gesamten Stammkapitals. In der Folge erwarb die TLG Treuhand Liegenschaftsgesellschaft mbH mehr als 100.000 Immobilien von der Treuhandanstalt.

2.2.3 Verschmelzung und Privatisierung, Börsengang und Wachstumsperiode

Die TLG Treuhand Liegenschaftsgesellschaft mbH wurde in der Folge durch Verschmelzungsvertrag vom 14. August 1996 neben einer Reihe anderer Unternehmen auf die DUHO verschmolzen und die DUHO in TLG Treuhand Liegenschaftsgesellschaft mbH umfirmiert. Die eigentliche Rechtsvorgängerin der TLG IMMOBILIEN AG ist somit die DUHO. Zwischen 1995 und 2000 wurden mehr als 75.000 Immobilien durch die TLG Treuhand Liegenschaftsgesellschaft mbH und die DUHO verkauft, rückübertragen oder an Kommunen übertragen.

Im Jahre 2000 begann die Rechtsvorgängerin der TLG IMMOBILIEN AG, eine neue Strategie des aktiven Portfoliomanagements zu verfolgen. Am 26. Juli 2002 beschloss die Gesellschafterversammlung die Änderung der Firma in TLG Immobilien GmbH. Die Umfirmierung wurde am 21. August 2002 in das Handelsregister eingetragen. Zwischen 2000 und Ende 2011 wurden die Prozesse für die Portfolio- und Immobilienverwaltung professionalisiert und die Organisation gestrafft (z.B. durch Verschmelzungen und anderweitige Integration von Tochterunternehmen). Die Beschäftigtenzahl wurde von rund 1.100 Mitarbeitern auf 297 Fest- und 15 Teilzeitangestellte reduziert und auch das Portfolio wurde weiter reduziert: von rund 27.000 auf rund 1.100 Immobilien (beides zum 31. Dezember 2011).

Im Jahre 2011 leitete die Bundesrepublik Deutschland ein Privatisierungsverfahren ein. Zur Vorbereitung wurde der Wohnungsbestand der TLG IMMOBILIEN AG mit Wirkung ab dem 1. Januar 2012 so gut wie vollständig auf die TLG WOHNEN GmbH übertragen, eine eigenständige juristische Person in Staatsbesitz, deren alleiniger Gesellschafter zunächst die Bundesrepublik Deutschland war und die später privatisiert wurde. Die TLG IMMOBILIEN AG wurde am 12. Dezember 2012 von der Bundesrepublik Deutschland an verschiedene private Investoren veräußert.

Diese privaten Investoren stimmten am 5. September 2014 der Änderung der Rechtsform in eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht und der Umfirmierung in TLG IMMOBILIEN AG zu. Die Änderung der Rechtsform und der Firmierung wurden am 10. September 2014 in das Handelsregister eingetragen.

Nach ihrer Privatisierung im Jahre 2012 hat TLG ihr Portfolio mit Schwerpunkt auf Gewerbeimmobilien in Berlin und in den Wachstumsregionen Ostdeutschlands weiter gestrafft. So war die TLG IMMOBILIEN AG in der Lage, ihre Aktien im Oktober 2014 erfolgreich an der Börse zu platzieren. Die privaten Investoren haben in der Folge ihre Beteiligungen an der TLG IMMOBILIEN AG veräußert. Seit dem Börsengang hat TLG die Wachstumsstrategie fortgesetzt und vor kurzem ihre Geschäftstätigkeit auch auf Westdeutschland ausgedehnt.

2.3 Rechtsform, Gesellschaftssitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand

Die TLG IMMOBILIEN AG 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 IMMOBILIEN AG entspricht dem Kalenderjahr.

§ 2 der Satzung der TLG IMMOBILIEN AG („**TLG-Satzung**“) legt den Unternehmensgegenstand der TLG IMMOBILIEN AG wie folgt fest:

- (1) Unternehmensgegenstand der TLG IMMOBILIEN AG ist 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 Erbringen von Dienstleistungen im Zusammenhang mit den vorgenannten Unternehmensgegenständen, selbst oder durch Unternehmen, an denen die TLG IMMOBILIEN AG beteiligt ist.
- (2) Die TLG IMMOBILIEN AG kann alle Geschäfte betreiben, die dem Gesellschaftszweck unmittelbar oder mittelbar zu dienen geeignet sind. Sie kann dazu Zweigniederlassungen im In- und Ausland unter gleicher oder anderer Firma errichten, Unternehmen gründen und erwerben, sich an Unternehmen beteiligen und Unternehmen veräußern.
- (3) Die TLG IMMOBILIEN AG kann jede ihrer Beteiligungen veräußern oder ihr Geschäft oder Vermögen insgesamt oder Teile davon abspalten oder an verbundene Unternehmen übertragen. Die TLG IMMOBILIEN AG kann ferner Unternehmen, an denen sie beteiligt ist, unter ihrer einheitlichen Leitung zusammenfassen und/oder sich auf die Verwaltung der Beteiligung(en) beschränken und Unternehmensverträge jeder Art abschließen sowie ihren Betrieb ganz oder teilweise in Unternehmen, an denen die TLG IMMOBILIEN AG mehrheitlich beteiligt ist, ausgliedern oder solchen Unternehmen überlassen.
- (4) Die TLG IMMOBILIEN AG kann sich darauf beschränken, den Unternehmensgegenstand gemäß Abschnitt III.2.3(1) teilweise auszufüllen.

2.4 Organe

Die Führungsgremien der TLG IMMOBILIEN AG sind der Vorstand und der Aufsichtsrat.

2.4.1 Vorstand

Der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG besteht gemäß § 8 Abs. 1 der TLG-Satzung aus mindestens zwei Personen. Der Aufsichtsrat bestellt die Vorstandsmitglieder und bestimmt ihre Zahl. Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts besteht der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG aus folgenden Personen:

- Peter Finkbeiner (Mitglied des Vorstands) und
- Niclas Karoff (Mitglied des Vorstands).

Gemäß § 10 der TLG-Satzung wird die TLG IMMOBILIEN AG durch zwei Vorstandsmitglieder oder ein Vorstandsmitglied in Gemeinschaft mit einem Prokuristen vertreten. Der Aufsichtsrat kann bestimmen, dass alle oder einzelne Vorstandsmitglieder einzelvertretungsbefugt sind. Die Vorstandsmitglieder sind befugt, im Namen der TLG IMMOBILIEN AG mit sich als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte abzuschließen (Befreiung vom Verbot der Mehrfachvertretung des § 181, 2. Alt. BGB).

2.4.2 Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat der TLG IMMOBILIEN AG besteht gemäß § 11 Abs. 1 der TLG-Satzung aus sechs Mitgliedern. Die Aufsichtsratsmitglieder werden nach den Vorgaben des § 11 Abs. 2-4 der TLG-Satzung durch die Hauptversammlung gewählt. Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung des Vertragsberichts besteht der Aufsichtsrat der TLG IMMOBILIEN AG aus folgenden Personen:

- Michael Zahn (Vorsitzender des Aufsichtsrats);
- Dr. Michael Bütter (stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats);
- Frank D. Masuhr (Mitglied des Aufsichtsrats);
- Dr. Claus Nolting (Mitglied des Aufsichtsrats);
- Elisabeth Talma Stheeman (Mitglied des Aufsichtsrats); und
- Helmut Ullrich (Mitglied des Aufsichtsrats).

2.5 *Kapitalstruktur*

2.5.1 Grundkapital

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

2.5.2 Genehmigtes Kapital 2014/II

Gemäß § 6 Abs. 1 der TLG-Satzung ist der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der TLG IMMOBILIEN AG in der Zeit bis zum 21. Oktober 2019 um bis zu EUR 4.085.455,00 einmalig oder mehrmals durch Ausgabe von bis zu 4.085.455 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen zu erhöhen (das „**Genehmigte Kapital 2014/II**“).

Gemäß § 6 Abs. 2 der TLG-Satzung gilt, dass den Aktionären der TLG IMMOBILIEN AG grundsätzlich ein Bezugsrecht einzuräumen ist. Die Aktien können dabei nach § 186 Abs. 5 AktG auch von einem oder mehreren Kreditinstitut(en) mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den Aktionären der TLG IMMOBILIEN AG zum Bezug anzubieten (sogenanntes mittelbares Bezugsrecht). Der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG ist jedoch ermächtigt, das Bezugsrecht der Aktionäre mit Zustimmung des Aufsichtsrats der TLG IMMOBILIEN AG für eine oder mehrere Kapitalerhöhungen im Rahmen des Genehmigten Kapital 2014/II auszuschließen,

- (1) um Spitzenbeträge vom Bezugsrecht der Aktionäre auszunehmen;
- (2) soweit es erforderlich ist, um Inhabern von Wandlungs- bzw. Optionsrechten aus oder im Zusammenhang mit Schuldverschreibungen, Genussrechten und Gewinnschuldverschreibungen bzw. Gläubigern von mit Wandlungspflichten ausgestatteten Schuldverschreibungen (oder einer Kombination dieser Instrumente), die von der TLG IMMOBILIEN AG oder abhängigen oder im Mehrheitsbesitz der TLG IMMOBILIEN AG stehenden Unternehmen ausgegeben wurden oder noch werden, ein Bezugsrecht auf neue auf den Inhaber lautende Stückaktien der TLG IMMOBILIEN AG in dem Umfang zu gewähren, wie es ihnen nach Ausübung der Options- oder Wandlungsrechte bzw. nach

Erfüllung von Wandlungspflichten zustünde, oder soweit die TLG IMMOBILIEN AG ein Wahlrecht bezüglich solcher Schuldverschreibungen, Genussrechte und Gewinnschuldverschreibungen ausübt, ganz oder teilweise Aktien der TLG IMMOBILIEN AG anstelle der Zahlung des fälligen Geldbetrags zu gewähren;

- (3) zur Ausgabe von Aktien gegen Bareinlagen, wenn der Ausgabebetrag der neuen Aktien den Börsenpreis der bereits börsennotierten Aktien nicht wesentlich im Sinne von § 203 Abs. 1 und 2 AktG, § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG unterschreitet und der auf die unter Ausschluss des Bezugsrechts gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG ausgegebenen neuen Aktien entfallende rechnerische Anteil am Grundkapital insgesamt 10 % des Grundkapitals der TLG IMMOBILIEN AG nicht überschreitet, und zwar weder im Zeitpunkt des Wirksamwerdens noch im Zeitpunkt der Ausübung dieser Ermächtigung. Auf diese Zahl sind Aktien anzurechnen, die zur Bedienung von Wandlungs- bzw. Optionsrechten aus der oder im Zusammenhang mit Schuldverschreibungen, Genussrechten und Gewinnschuldverschreibungen bzw. Gläubigern von mit Wandlungspflichten ausgestatteten Schuldverschreibungen oder einer Kombination dieser Instrumente oder bei Ausübung eines Wahlrechts durch die TLG IMMOBILIEN AG zur Gewährung von Aktien der TLG IMMOBILIEN AG anstelle der Zahlung des fälligen Gelbetrags aus oder im Zusammenhang mit Schuldverschreibungen, Genussrechten und Gewinnschuldverschreibungen bzw. Gläubigern von mit Wandlungspflichten ausgestatteten Schuldverschreibungen ausgegeben wurden oder auszugeben sind, sofern diese Schuldverschreibungen in entsprechender Anwendung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts ausgegeben wurden. Auf die Höchstgrenze von 10 % des Grundkapitals der TLG IMMOBILIEN AG sind ferner diejenigen eigenen Aktien der TLG IMMOBILIEN AG anzurechnen, die während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre der TLG IMMOBILIEN AG gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 Halbsatz 2 AktG in Verbindung mit § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG veräußert werden; oder

- (4) zur Ausgabe von Aktien gegen Sacheinlagen insbesondere – aber ohne Beschränkung hierauf – zum Zwecke des (auch mittelbaren) Erwerbs von Unternehmen, Unternehmensteilen, Beteiligungen an Unternehmen oder von sonstigen mit einem Akquisitionsvorhaben in Zusammenhang stehenden Vermögensgegenständen (einschließlich Forderungen), Immobilien und Immobilienportfolios, oder zur Bedienung von Wandlungs- bzw. Optionsrechten und Wandlungspflichten aus oder im Zusammenhang mit Schuldverschreibungen, Genussrechten und Gewinnschuldverschreibungen bzw. Gläubigern von mit Wandlungspflichten ausgestatteten Schuldverschreibungen oder einer Kombination dieser Instrumente, die gegen Sacheinlagen ausgegeben werden.

2.5.3 Genehmigtes Kapital 2017/I

Gemäß § 6 Abs. 4 der TLG-Satzung ist der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG zudem ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der TLG IMMOBILIEN AG in der Zeit bis zum 22. Mai 2022 um bis zu EUR 12.566.616,00 einmalig oder mehrmals durch Ausgabe von bis zu 12.566.616 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien gegen Bareinlagen zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2017/I).

Gemäß § 6 Abs. 5 der TLG-Satzung gilt, dass den Aktionären der TLG IMMOBILIEN AG grundsätzlich ein Bezugsrecht einzuräumen ist. Die Aktien können dabei nach § 186 Abs. 5 AktG auch von einem oder mehreren Kreditinstitut(en) mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den Aktionären der TLG IMMOBILIEN AG zum Bezug anzubieten (sogenanntes mittelbares Bezugsrecht). Der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG ist jedoch ermächtigt, das Bezugsrecht der Aktionäre mit Zustimmung des Aufsichtsrats der TLG IMMOBILIEN AG für eine oder mehrere Kapitalerhöhungen im Rahmen des Genehmigten Kapitals 2017/I auszuschließen,

- (1) um Spitzenbeträge vom Bezugsrecht auszunehmen; und
- (2) zur Ausgabe von Aktien gegen Bareinlagen, wenn der Ausgabebetrag der neuen Aktien den Börsenpreis der bereits börsennotierten Aktien nicht wesentlich im Sinne der §§ 203 Abs. 1 und Abs. 2, 186 Abs. 3 Satz 4 AktG unterschreitet und der auf die unter Ausschluss des Bezugsrechts gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG ausgegebenen neuen Aktien entfallende anteilige Betrag des Grundkapitals der TLG IMMOBILIEN AG insgesamt 10 % des Grundkapitals nicht überschreitet, und zwar weder im Zeitpunkt des Wirksamwerdens noch im Zeitpunkt der Ausübung dieser Ermächtigung. Auf diese Begrenzung von 10 % des Grundkapitals sind Aktien anzurechnen, die

zur Bedienung von Schuldverschreibungen mit Wandlungs- oder Optionsrechten bzw. mit Wandlungs- oder Optionspflichten ausgegeben wurden oder unter Zugrundelegung des zum Zeitpunkt des Beschlusses des Vorstands der TLG IMMOBILIEN AG über die Ausnutzung des Genehmigten Kapitals 2017/I gültigen Wandlungspreises auszugeben sind, sofern diese Schuldverschreibungen in entsprechender Anwendung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts ausgegeben wurden. Auf die Höchstgrenze von 10 % des Grundkapitals der TLG IMMOBILIEN AG sind ferner diejenigen eigenen Aktien der TLG IMMOBILIEN AG anzurechnen, die während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 Halbsatz 2 AktG in Verbindung mit § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG veräußert wurden.

2.5.4 *Beschlussvorschlag zur Schaffung eines Genehmigten Kapitals 2017/II*

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der TLG IMMOBILIEN AG schlagen gemäß Hauptversammlungseinladung vom heutigen Tage der außerordentlichen Hauptversammlung am 22. November 2017 in einem separaten Tagesordnungspunkt vor, über die Schaffung eines neuen genehmigten Kapitals (Genehmigtes Kapital 2017/II) zu beschließen.

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der TLG IMMOBILIEN AG schlagen der Hauptversammlung am 22. November 2017 im Wesentlichen folgende Beschlussfassung vor:

Der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG wird ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der TLG IMMOBILIEN AG in der Zeit bis zum 21. November 2022 um bis zu EUR 47.305.633,00 einmalig oder mehrmals durch Ausgabe von bis zu 47.305.633 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2017/II).

Den Aktionären der TLG IMMOBILIEN AG ist grundsätzlich ein Bezugsrecht einzuräumen. Die Aktien der TLG IMMOBILIEN AG können dabei nach § 186 Abs. 5 AktG auch von einem oder mehreren Kreditinstitut(en) mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den Aktionären der TLG IMMOBILIEN AG zum Bezug anzubieten (mittelbares Bezugsrecht).

Der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG wird jedoch ermächtigt, das Bezugsrecht der Aktionäre der TLG IMMOBILIEN AG mit Zustimmung des Aufsichtsrates für eine oder mehrere Kapitalerhöhungen im Rahmen des Genehmigten Kapitals 2017/II auszuschließen,

- (1) um Spitzenbeträge vom Bezugsrecht der Aktionäre der TLG IMMOBILIEN AG auszunehmen;
- (2) soweit es erforderlich ist, um Inhabern bzw. Gläubigern von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente), die mit Wandlungs- bzw. Optionsrechten bzw. Wandlungs- oder Optionspflichten ausgestattet sind und die von der TLG IMMOBILIEN AG oder einer von ihr abhängigen oder in ihrem unmittelbaren bzw. mittelbaren Mehrheitsbesitz stehenden Gesellschaft ausgegeben wurden oder noch werden, ein Bezugsrecht auf neue, auf den Inhaber lautende Stückaktien der TLG IMMOBILIEN AG in dem Umfang zu gewähren, wie es ihnen nach Ausübung der Options- oder Wandlungsrechte bzw. nach Erfüllung von Wandlungs- oder Optionspflichten als Aktionär zustünde;
- (3) zur Ausgabe von Aktien der TLG IMMOBILIEN AG gegen Bareinlagen, wenn der Ausgabebetrag der neuen Aktien der TLG IMMOBILIEN AG den Börsenpreis der bereits börsennotierten Aktien der TLG IMMOBILIEN AG nicht wesentlich im Sinne der §§ 203 Abs. 1 und 2, 186 Abs. 3 Satz 4 AktG unterschreitet und der auf die unter Ausschluss des Bezugsrechts gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG ausgegebenen neuen Aktien der TLG IMMOBILIEN AG entfallende anteilige Betrag des Grundkapitals insgesamt 10 % des Grundkapitals der TLG IMMOBILIEN AG nicht überschreitet, und zwar weder im Zeitpunkt des Wirksamwerdens noch im Zeitpunkt der Ausübung dieser Ermächtigung. Auf diese Begrenzung von 10 % des Grundkapitals der TLG IMMOBILIEN AG sind Aktien der TLG IMMOBILIEN AG anzurechnen, die zur Bedienung von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente) mit Wandlungs- oder Optionsrechten bzw. Wandlungs- oder Optionspflichten ausgegeben wurden oder unter Zugrundelegung des zum Zeitpunkt des Beschlusses des Vorstands der TLG IMMOBILIEN AG über die Ausnutzung des Genehmigten Kapitals 2017/II gültigen Wandlungspreises auszugeben sind, sofern diese Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen

(bzw. Kombinationen dieser Instrumente) in entsprechender Anwendung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts ausgegeben wurden. Auf die Höchstgrenze von 10 % des Grundkapitals der TLG IMMOBILIEN AG sind ferner diejenigen eigenen Aktien der TLG IMMOBILIEN AG anzurechnen, die während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre der TLG IMMOBILIEN AG gemäß § 71 Abs. 1 Nummer 8 Satz 5 Halbsatz 2 in Verbindung mit § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG veräußert wurden; und

- (4) zur Ausgabe von Aktien der TLG IMMOBILIEN AG gegen Sacheinlagen, insbesondere zum Zwecke des (auch mittelbaren) Erwerbs von Unternehmen, Unternehmensteilen, Beteiligungen an Unternehmen oder von sonstigen Vermögensgegenständen (insbesondere Immobilienportfolios bzw. Anteilen an Immobilienunternehmen) oder zur Bedienung von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente), die gegen Sacheinlagen ausgegeben werden.

Die in den vorstehenden Absätzen enthaltenen Ermächtigungen zum Bezugsrechtsausschluss bei Kapitalerhöhungen gegen Bar- und/oder Sacheinlagen sind insgesamt auf einen Betrag, der 20 % des Grundkapitals der TLG IMMOBILIEN AG nicht überschreitet, und zwar weder im Zeitpunkt des Wirksamwerdens dieser Ermächtigung noch im Zeitpunkt der Ausnutzung dieser Ermächtigung, beschränkt. Auf die vorgenannte 20 %-Grenze sind eigene Aktien anzurechnen, die während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts veräußert wurden, sowie diejenigen Aktien der TLG IMMOBILIEN AG, die zur Bedienung von Schuldverschreibungen (einschließlich Genussrechten) mit Wandlungs- oder Optionsrechten bzw. einer Wandlungspflicht (bzw. einer Kombination dieser Instrumente) ausgegeben wurden bzw. unter Zugrundelegung des zum Zeitpunkt des Beschlusses des Vorstands der TLG IMMOBILIEN AG über die Ausnutzung des Genehmigten Kapitals 2017/II gültigen Wandlungspreises auszugeben sind, sofern die Schuldverschreibungen bzw. Genussrechte während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre der TLG IMMOBILIEN AG ausgegeben wurden. Ferner sind diejenigen Aktien der TLG IMMOBILIEN AG auf die vorgenannte 20 %-Grenze anzurechnen, die aus bedingtem Kapital zur Bedienung von Aktienoptionsrechten ausgegeben werden bzw. auszugeben sind, sofern die Aktienoptionsrechte während der Laufzeit dieser Ermächtigung gewährt wurden.

Der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG wird ferner ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrates den weiteren Inhalt der Aktienrechte (einschließlich einer von § 60 Abs. 2 Satz 3 AktG abweichenden Gewinnbeteiligung der neuen Aktien der TLG IMMOBILIEN AG) und die Bedingungen der Aktienaussgabe festzulegen.

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der TLG IMMOBILIEN AG schlagen der Hauptversammlung am 22. November 2017 im Rahmen der Beschlussfassung über das neue Genehmigte Kapital 2017/II außerdem vor, die durch die Hauptversammlung vom 22. Oktober 2014 erteilte und bis zum 21. Oktober 2019 befristete Ermächtigung zur Erhöhung des Grundkapitals gemäß § 6 Abs. 1 bis 3 der TLG-Satzung (Genehmigtes Kapital 2014/II, siehe Abschnitt III.2.5.2) sowie die durch die Hauptversammlung vom 23. Mai 2017 erteilte und bis zum 22. Mai 2022 befristete Ermächtigung zur Erhöhung des Grundkapitals gemäß § 6 Abs. 4 bis 6 der TLG-Satzung (bestehendes Genehmigtes Kapital 2017/I, siehe Abschnitt III.2.5.3) mit Wirksamwerden des neuen Genehmigten Kapitals 2017/II jeweils vollumfänglich aufzuheben.

2.5.5 *Bestehendes Bedingtes Kapital 2017/I sowie Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen*

2.5.5.1 Bedingtes Kapital 2017/I

Gemäß § 7 der TLG-Satzung ist das Grundkapital der TLG IMMOBILIEN AG um bis zu EUR 37.087.779,00 durch Ausgabe von bis zu 37.087.779 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit Gewinnberechtigung bedingt erhöht (Bedingtes Kapital 2017/I).

Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur insoweit durchgeführt, als die Inhaber von Wandlungs- bzw. Optionsrechten aus oder im Zusammenhang mit Schuldverschreibungen, Genussrechten und Gewinnschuldverschreibungen bzw. Gläubigern von mit Wandlungspflichten ausgestatteten Schuldverschreibungen (oder einer Kombination dieser Instrumente), die von der TLG IMMOBILIEN AG oder abhängigen oder im Mehrheitsbesitz der TLG IMMOBILIEN AG stehenden Unternehmen aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 23. Mai 2017 ausgegeben bzw. garantiert werden, ihre Wandlungs- bzw. Optionsrechte ausüben oder Wandlungspflichten erfüllen, oder soweit die TLG IMMOBILIEN AG ein Wahlrecht ausübt, ganz oder teilweise anstelle der Zahlung des fälligen Geldbetrags Aktien der TLG IMMOBILIEN AG zu gewähren.

Die neuen Aktien nehmen vom Beginn des Geschäftsjahres an, in dem sie entstehen, am Gewinn teil; abweichend hiervon kann der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG für Schuldverschreibungen, die aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 23. Mai 2017 ausgegeben bzw. garantiert werden, sofern rechtlich zulässig, mit Zustimmung des Aufsichtsrats der TLG IMMOBILIEN AG festlegen, dass die neuen Aktien vom Beginn des Geschäftsjahres an, für das im Zeitpunkt der Ausübung von Wandlungs- bzw. Optionsrechten oder der Erfüllung von Wandlungspflichten oder bei Ausübung eines Wahlrechts durch die TLG IMMOBILIEN AG noch kein Beschluss der Hauptversammlung über die Verwendung des Bilanzgewinns gefasst worden ist, am Gewinn teilnehmen.

2.5.5.2 Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen

Der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats bis zum 22. Mai 2022 einmalig oder mehrmals auf den Inhaber oder Namen lautende Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechte und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente) im Nennbetrag von bis zu EUR 750.000.000,00 mit oder ohne Laufzeitbegrenzung zu begeben und Gläubigern oder Inhabern von Schuldverschreibungen Wandlungs- oder Optionsrechte auf Aktien der TLG IMMOBILIEN AG mit einem anteiligen Betrag des eingetragenen Grundkapitals von bis zu EUR 37.087.779,00 zu gewähren.

Die Aktionäre haben grundsätzlich ein Bezugsrecht für diese Schuldverschreibungen oder Rechte. Jedoch kann das Bezugsrecht ausgeschlossen werden:

- (1) um Spitzenbeträge vom Bezugsrecht auszunehmen;
- (2) soweit es erforderlich ist, um Inhabern von Schuldverschreibungen, die von der TLG IMMOBILIEN AG oder einer von ihr abhängigen oder in ihrem unmittelbaren bzw. mittelbaren Mehrheitsbesitz stehenden Gesellschaft bereits ausgegeben wurden oder noch werden, ein Bezugsrecht in dem Umfang zu gewähren, wie es ihnen nach Ausübung der Options- oder Wandlungsrechte bzw. nach Erfüllung von Wandlungs- oder Optionspflichten als Aktionär zustünde;

- (3) bei Schuldverschreibungen mit Rechten auf Aktien, auf die ein anteiliger Betrag von insgesamt nicht mehr als 10 % des eingetragenen Grundkapitals der TLG IMMOBILIEN AG (unter Berücksichtigung anderer Emissionen unter Ausschluss des Bezugsrechts), insoweit die Schuldverschreibungen mit Wandlungs- oder Optionsrechten bzw. Wandlungs- oder Optionspflichten gegen Barleistung ausgegeben werden und der Ausgabepreis nicht den nach anerkannten finanzmathematischen Methoden ermittelten theoretischen Wert der Teilschuldverschreibungen nicht wesentlich unterschreitet; und
- (4) in dem Umfang, in dem Schuldverschreibungen gegen Sacheinlagen ausgegeben werden, sofern der Wert der Sacheinlage in einem angemessenen Verhältnis zum Marktwert der Schuldverschreibungen steht.

Die Ermächtigung zum Ausschluss des Bezugsrechts ist auf einen Gesamtbetrag begrenzt, der im Zeitpunkt des Wirksamwerdens und im Zeitpunkt der Ausnutzung der Ermächtigung einen Betrag von 20 % des Grundkapitals der TLG IMMOBILIEN AG nicht überschreitet (unter Berücksichtigung anderer Emissionen unter Bezugsrechtsausschluss während der Laufzeit der Ermächtigung).

2.5.6 *Beschlussvorschlag zur Schaffung eines Bedingten Kapitals 2017/III*

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der TLG IMMOBILIEN AG schlagen gemäß Hauptversammlungseinladung vom heutigen Tage der außerordentlichen Hauptversammlung am 22. November 2017 in einem separaten Tagesordnungspunkt vor, über ein bedingtes Kapital zu beschließen, das der Schaffung der Abfindungsaktien dient (Bedingtes Kapital 2017/III).

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der TLG IMMOBILIEN AG schlagen der Hauptversammlung am 22. November 2017 im Wesentlichen folgende Beschlussfassung vor:

Das Grundkapital der TLG IMMOBILIEN AG wird um bis zu EUR 5.000.000,00 durch Ausgabe von bis zu 5.000.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien bedingt erhöht (Bedingtes Kapital 2017/III). Die bedingte Kapitalerhöhung dient ausschließlich dem Zweck der Gewährung einer Abfindung in Aktien der TLG IMMOBILIEN AG an die Außenstehenden WCM-Aktionäre gemäß den Bestimmungen des Beherrschungsvertrags zu dem in § 5 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags bestimmten bzw. einem gemäß § 5 Abs. 4 oder § 5 Abs. 5 des Beherrschungsvertrags angepassten Umtauschverhältnis. Bezugsrechte der Aktionäre der TLG IMMOBILIEN AG auf die durch die bedingte Kapitalerhöhung geschaffenen Aktien bestehen nicht. Soweit nach Maßgabe von § 5 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags

erforderlich, erfolgt ein Ausgleich von Aktienspitzen in bar durch die TLG IMMOBILIEN AG.

Sofern Außenstehende WCM-Aktionäre ihre WCM-Aktien vor Bezug einer Dividende und/oder Leistung aufgrund der Garantiedividende auf ihre WCM-Aktien für das zum 31. Dezember 2017 endende Geschäftsjahr 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 Außenstehende WCM-Aktionäre ihre WCM-Aktien nach Bezug einer Dividende und/oder Leistung aufgrund der Garantiedividende auf ihre WCM-Aktien für das zum 31. Dezember 2017 endende Geschäftsjahr 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.

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

Der Ausschluss des Bezugsrechts im Rahmen des Bedingtes Kapitals 2017/III dient dazu, den Außenstehenden WCM-Aktionären Abfindungsaktien im Rahmen des Abfindungsangebots unter dem Beherrschungsvertrag gewähren zu können (siehe hierzu Abschnitt IV.2.1.5). Da die TLG IMMOBILIEN AG gemäß § 305 Abs. 2 Nr. 1 AktG gesetzlich zur Gewährung einer Abfindung an die Außenstehenden WCM-Aktionären verpflichtet ist und ein erhebliches Interesse am Abschluss des Beherrschungsvertrags hat (siehe hierzu Abschnitt IV.1), ist der Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre der TLG Immobilien AG gerechtfertigt.

2.5.7 Beschlussvorschlag zur Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen und zur Schaffung eines Bedingten Kapitals 2017/II

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der TLG IMMOBILIEN AG schlagen gemäß Hauptversammlungseinladung vom heutigen Tage der außerordentlichen Hauptversammlung am 22. November 2017 in einem separaten Tagesordnungspunkt vor, über die Ermächtigung zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente) und die Schaffung eines bedingtes Kapitals (Bedingtes Kapital 2017/II) sowie die Aufhebung der bestehenden Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen und die Aufhebung des bestehenden Bedingten Kapitals 2017/I der TLG IMMOBILIEN AG zu beschließen.

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der TLG IMMOBILIEN AG schlagen der Hauptversammlung am 22. November 2017 im Wesentlichen folgende Beschlussfassung vor:

Der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG wird ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrates der TLG IMMOBILIEN AG bis zum 21. November 2022 einmalig oder mehrmals auf den Inhaber oder Namen lautende Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechte und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente) im Nennbetrag von bis zu EUR 1.000.000.000,00 mit oder ohne Laufzeitbegrenzung zu begeben und den Gläubigern bzw. Inhabern von Schuldverschreibungen Wandlungs- oder Optionsrechte auf Aktien der TLG IMMOBILIEN AG mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals der TLG IMMOBILIEN AG von bis zu EUR 42.305.633,00 nach näherer Maßgabe der jeweiligen Options- bzw. Wandelanleihebedingungen bzw. Genussrechtsbedingungen zu gewähren.

Das Grundkapital der TLG IMMOBILIEN AG wird um bis zu EUR 42.305.633,00 durch Ausgabe von bis zu 42.305.633 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit Gewinnberechtigung bedingt erhöht (Bedingtes Kapital 2017/II). Die bedingte Kapitalerhöhung dient der Gewährung von Aktien der TLG IMMOBILIEN AG bei Ausübung von Wandlungs- oder Optionsrechten bzw. bei der Erfüllung von Wandlungs- oder Optionspflichten an die Inhaber bzw. Gläubiger von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente), die aufgrund des entsprechenden Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung der TLG IMMOBILIEN AG vom 22. November 2017 ausgegeben worden sind.

Die Ausgabe der neuen Aktien der TLG IMMOBILIEN AG erfolgt zu dem nach Maßgabe des entsprechenden Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung der TLG IMMOBILIEN AG vom 22. November 2017 jeweils festzulegenden Wandlungs- oder Optionspreis. Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur insoweit durchgeführt, als die Inhaber von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente), die von der TLG IMMOBILIEN AG oder abhängigen oder im Mehrheitsbesitz der TLG IMMOBILIEN AG stehenden Unternehmen aufgrund des entsprechenden Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung der TLG IMMOBILIEN AG vom 22. November 2017 ausgegeben bzw. garantiert werden, ihre Wandlungs- bzw. Optionsrechte ausüben oder Wandlungspflichten erfüllen, oder soweit die TLG IMMOBILIEN AG ein Wahlrecht ausübt, ganz oder teilweise anstelle der Zahlung des fälligen Geldbetrags Aktien der TLG IMMOBILIEN AG zu gewähren.

Die neuen Aktien der TLG IMMOBILIEN AG nehmen von dem Beginn des Geschäftsjahrs an, in dem sie entstehen, am Gewinn teil; abweichend hiervon kann der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG für Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente), die aufgrund des entsprechenden Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung der TLG IMMOBILIEN AG vom 22. November 2017 ausgegeben bzw. garantiert werden, sofern rechtlich zulässig, mit Zustimmung des Aufsichtsrates der TLG IMMOBILIEN AG festlegen, dass die neuen Aktien der TLG IMMOBILIEN AG vom Beginn des Geschäftsjahrs an, für das im Zeitpunkt der Ausübung von Wandlungs- bzw. Optionsrechten oder der Erfüllung von Wandlungspflichten oder bei Ausübung eines Wahlrechts durch die TLG IMMOBILIEN AG noch kein Beschluss der Hauptversammlung der TLG IMMOBILIEN AG über die Verwendung des Bilanzgewinns gefasst worden ist, am Gewinn teilnehmen. Der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG wird ermächtigt, die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung festzusetzen.

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der TLG IMMOBILIEN AG schlagen der Hauptversammlung am 22. November 2017 im Rahmen der Beschlussfassung über das Bedingte Kapital 2017/II außerdem vor, die Ermächtigung zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente) vom 23. Mai 2017 sowie § 7 der TLG-Satzung (bestehendes Bedingtes Kapital 2017/I, siehe Abschnitt III.2.5.5) mit Wirksamwerden des Bedingten Kapitals 2017/II jeweils vollumfänglich aufzuheben.

2.6 Aktionäre

Auf Grundlage der bei der TLG IMMOBILIEN AG bis zum 30. September 2017 nach dem Wertpapierhandelsgesetz eingegangenen Mitteilungen und der Angaben der jeweiligen Aktionäre halten die nachfolgend aufgeführten Aktionäre mittelbar oder unmittelbar mehr als 3,0 % der Aktien und Stimmrechte an der TLG IMMOBILIEN AG. Dabei ist zu beachten, dass die zuletzt gemeldete Anzahl an Stimmrechten sich seit diesen Stimmrechtsmitteilungen geändert haben könnte, ohne dass der betreffende Aktionär zur Abgabe einer entsprechenden Stimmrechtsmitteilung verpflichtet gewesen wäre, wenn kein meldepflichtiger Schwellenwert erreicht oder über- bzw. unterschritten wurde.

Aktionär	Anteil der Stimmrechte (in %)
ADAR Capital Partners Ltd.	13,72 % ⁽¹⁾
Republik Singapur.....	13,33 % ⁽²⁾
Prof. Dr. Gerhard Schmidt	5,27 % ⁽³⁾
Julius Baer Group Ltd.	4,99 % ⁽⁴⁾
RAG Stiftung	4,25 % ⁽⁵⁾
Principal Financial Group Inc.	3,38 % ⁽⁶⁾
Blackrock, Inc.	3,28 % ⁽⁷⁾
Gesamt	48,22 %

- (1) Mittelbarer Anteilsbesitz der ADAR Capital Partners Ltd., wie für den 15. Mai 2017 auf Grundlage einer Gesamtzahl von 74.175.558 Stimmrechten der TLG IMMOBILIEN AG mitgeteilt. Alle stimmberechtigten Aktien werden von der ADAR Macro Fund Ltd. unmittelbar gehalten und der ADAR Capital Partners Ltd. als Manager der ADAR Macro Fund Ltd. zugerechnet.
- (2) Mittelbarer Anteilsbesitz, wie für den 24. Juli 2015 auf Grundlage einer Gesamtzahl von 61.302.326 Stimmrechten der TLG IMMOBILIEN AG mitgeteilt. Die Regierung der Republik Singapur ist die beherrschende Gesellschafterin der GIC Private Limited, die zum angegebenen Stichtag alle der mitgeteilten Stimmrechte der TLG IMMOBILIEN AG unmittelbar hielt.
- (3) Mittelbar Prof. Dr. Gerhard Schmidt zugerechnete Stimmrechte, wie für den 8. September 2017 auf Grundlage einer Gesamtzahl von 74.175.558 Stimmrechten der TLG IMMOBILIEN AG mitgeteilt. Prof. Dr. Gerhard Schmidt beherrscht die folgenden, in der Konzernmitteilung aufgeführten Gesellschaften: GCS Verwaltungs GmbH, DICP Capital SE, DIC Capital Partners (Europe) GmbH, DIC Grund- und Beteiligungs GmbH, Deutsche Immobilien Chancen Beteiligungs AG, Deutsche Immobilien Chancen AG & Co. Kommanditgesellschaft auf Aktien, DIC Asset AG, DIC Real Estate Investments Beteiligungs GmbH und DIC Real Estate Investments GmbH & Co. Kommanditgesellschaft auf Aktien. Die Aktien an der TLG IMMOBILIEN AG werden unmittelbar von der DIC Real Estate Investments GmbH & Co. Kommanditgesellschaft auf Aktien gehalten.
- (4) Mittelbar der Julius Baer Group Ltd. zugerechnete Stimmrechte, wie für den 21. September 2017 auf Grundlage einer Gesamtzahl von 74.175.558 Stimmrechten der TLG IMMOBILIEN AG mitgeteilt. Die Julius Baer Group Ltd. ist das oberste beherrschende Unternehmen der folgenden, in ihrer Konzernmitteilung aufgeführten Gesellschaften: Kairos Investment Management S.p.A. und Kairos Partners SGR S.p.A. Die von der unmittelbaren Aktionärin KAIROS INTERNATIONAL SICAV gehaltenen Aktien werden der Kairos Partners SGR S.p.A. zugerechnet.

- (5) Unmittelbarer Anteilsbesitz der RAG-Stiftung, wie für den 30. Juni 2017 auf Grundlage einer Gesamtzahl von 74.175.558 Stimmrechten der TLG IMMOBILIEN AG mitgeteilt.
- (6) Mittelbarer Anteilsbesitz der Principal Financial Group Inc. wie auf Grundlage einer Gesamtzahl von 67.432.326 Stimmrechten der TLG IMMOBILIEN AG für den 3. Februar 2016 mitgeteilt. Die Principal Financial Group Inc. ist das oberste beherrschende Unternehmen der folgenden, in ihrer Konzernmitteilung aufgeführten Gesellschaften: Principal Financial Services Inc.; Principal Life Insurance Company; Principal Global Investors, LLC; und Principal Real Estate Investors, LLC. Keine dieser Gesellschaften hielt an diesem Stichtag unmittelbar 3,0 % oder mehr der Stimmrechte der TLG IMMOBILIEN AG.
- (7) Mittelbarer Anteilsbesitz der Blackrock, Inc., wie für den 7. Februar 2017 mitgeteilt. Blackrock, Inc. ist das oberste beherrschende Unternehmen der folgenden, in ihrer Konzernmitteilung aufgeführten Gesellschaften: Trident Merger, LLC; BlackRock Investment Management, LLC; BlackRock Holdco 2, Inc.; BlackRock Financial Management, Inc.; BlackRock Reality Advisors, Inc.; BlackRock International Holdings, Inc.; BR Jersey International Holdings L.P.; BlackRock Holdco 3, LLC; BlackRock Canada Holdings LP; BlackRock Canada Holdings ULC; BlackRock Asset Management Canada Limited; BlackRock Group Limited; BlackRock Luxembourg HoldCo S.à r.l.; BlackRock Investment Management Ireland Holdings Limited; BlackRock Asset Management Ireland Limited; BlackRock (Singapore) Holdco Pte. Ltd.; BlackRock (Singapore) Limited; BlackRock Asia-Pac Holdco, LLC; BlackRock HK Holdco Limited; BlackRock Asset Management North Asia Limited; BlackRock (Luxembourg) S.A.; BlackRock Investment Management (UK) Limited; BlackRock Fund Managers Limited; BlackRock Advisors (UK) Limited; BlackRock Holdco 4, LLC; BlackRock Holdco 6, LLC; BlackRock Fund Advisors; BlackRock Delaware Holdings, Inc.; BlackRock Institutional Trust Company, National Association; BlackRock International Limited; BlackRock Australia Holdco Pty. Ltd.; BlackRock Investment Management (Australia) Limited; BlackRock (Netherlands) B.V.; BlackRock Capital Holdings, Inc.; und BlackRock Advisors, LLC. Keine dieser Gesellschaften hielt an diesem Stichtag unmittelbar 3,0 % oder mehr der Stimmrechte der TLG IMMOBILIEN AG.

Am 6. Oktober 2017 wurde die Kapitalerhöhung zur Schaffung der für den Vollzug des Übernahmeangebots benötigten 20.435.708 Aktien der TLG IMMOBILIEN AG in das Handelsregister eingetragen. Dies entspricht einem Anteil von rund 21,6 % des nach der Kapitalerhöhung erhöhten Grundkapitals und der Stimmrechte an der TLG IMMOBILIEN AG. Die Umtauschtreuhänderin hat diese Aktien der TLG IMMOBILIEN AG im Rahmen der Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage in Form der WCM-Aktien, für die das Übernahmeangebot angenommen wurde, gezeichnet und hält diese Aktien zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts treuhänderisch für die Aktionäre der WCM AG, die das Übernahmeangebot angenommen haben. Sie wird diese Aktien im Rahmen der Abwicklung des Übernahmeangebots den Wertpapierdepots der Aktionäre der WCM AG, die das Übernahmeangebot angenommen haben, gutschreiben, soweit die Aktien nicht aufgrund des Umtauschverhältnisses des Übernahmeangebots im Wege der Teilrechteverwertung verwertet werden. Die Gutschrift wird bis spätestens zum 11. Oktober 2017 erwartet.

2.7 Börsenhandel

Die Aktien der TLG IMMOBILIEN AG sind 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 Indices an.

2.8 Struktur von TLG

2.8.1 Operative und rechtliche Struktur

Die TLG IMMOBILIEN AG ist die Muttergesellschaft von TLG. Zum 30. September 2017 hielt die TLG IMMOBILIEN AG insgesamt neun unmittelbare Beteiligungen an anderen Unternehmen. Das Portfolio von TLG umfasst die Assetklassen Büro, Einzelhandel, Hotel und „Sonstige“.

Das Steuerungssystem von TLG hat zum Ziel, eine dauerhaft stabile Wertentwicklung des Immobilienportfolios und einen hohen nachhaltigen Überschuss aus dessen Bewirtschaftung im Interesse der Aktionäre, Mitarbeiter und Geschäftspartner zu ermöglichen. Als Basis dient die jährlich aufzustellende, voll integrierte Unternehmensplanung, die einen mittelfristigen Planungshorizont von drei Jahren abbildet. Wesentliche Bestandteile der Unternehmensplanung sind Mieterlöse, Bewirtschaftung, Investitionen und Verkauf, Verwaltungsaufwand und Finanzierung. Die Teilpläne finden ihren Niederschlag in der Ergebnis-, Vermögens- und Finanzplanung von TLG.

Das monatliche Berichtswesen auf Unternehmens- und Portfolioebene sorgt für die unternehmensinterne Transparenz der unterjährigen Entwicklung von TLG, insbesondere anhand der wesentlichen Kennzahlen. Weitere Werttreiber für diese Kennzahlen werden im Rahmen der Controlling-Berichte monatlich überwacht und berichtet. Monatliche Soll-Ist-Analysen dienen der Beurteilung der aktuellen Unternehmensentwicklung und ermöglichen es, rechtzeitig steuernde Maßnahmen zu ergreifen.

Die Steuerung von TLG liegt in der Verantwortung des Vorstands der TLG IMMOBILIEN AG. Der Aufsichtsrat der TLG IMMOBILIEN AG überwacht und berät den Vorstand bei dessen geschäftsführender Tätigkeit nach den aktienrechtlichen und unternehmensinternen Vorschriften.

2.8.2 Wesentliche Tochterunternehmen; Konsolidierungskreis

Zum 30. September 2017 umfasste die Gruppe der konsolidierten Tochtergesellschaften sechs direkte Tochtergesellschaften der TLG IMMOBILIEN AG.

Eine Aufstellung des Anteilsbesitzes der TLG IMMOBILIEN AG zum 30. September 2017 an verbundenen Unternehmen (einschließlich der Angaben nach § 285 Nr. 11 HGB) ist diesem Vertragsbericht als **Anlage 2** beigelegt.

2.9 **Überblick über die Geschäftstätigkeit**

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

- (1) Dank ausgezeichnetem Verständnis für lokale Märkte und Immobilien werden strategische Leistungen, insbesondere das Portfolio Management und Monitoring, die Bewertung sowie die Portfolioplanung, zentral erbracht.
- (2) TLG deckt wesentliche Elemente der immobilienwirtschaftlichen Wertschöpfungskette im eigenen Hause ab. Die einzelnen Büros verantworten dezentral das technische und kaufmännische Management der Immobilien einschließlich der Mieterbeziehungen sowie die Entwicklungsaktivitäten innerhalb des Unternehmens.
- (3) Mit langjähriger Expertise ist TLG sehr gut in ihren Kernmärkten vernetzt. Dem Unternehmen eröffnen sich dadurch attraktive Wachstumsmöglichkeiten sowie Gelegenheiten, nicht-strategische Objekte bestmöglich zu veräußern.

Ziel der Geschäftstätigkeit von TLG ist es, neben der effizienten Bewirtschaftung und Weiterentwicklung des hochwertigen Immobilienbestands, das Portfolio durch wertsteigernde Zukäufe von Büro-, Einzelhandels- und Hotelimmobilien weiter auszubauen. Durch den gezielten Erwerb von Objekten mit Mietsteigerungspotenzial oder moderatem Leerstand und das anschließende aktive Asset Management ergeben sich Wertsteigerungspotenziale durch optimierte Vermietung und Bewirtschaftung. Neben dem Wachstum durch Zukäufe wird das Portfolio durch den Verkauf strategisch nicht mehr geeigneter Objekte kontinuierlich weiterentwickelt. Ziel ist es dabei, die hohe Gesamtqualität und Ertragsstärke im Immobilienbestand langfristig zu sichern bzw. weiter zu optimieren.

Das Immobilienportfolio von TLG bestand zum 30. Juni 2017 aus 386 Immobilien mit einer vermietbaren Gesamtfläche von 1.396.261 Quadratmetern. Zum gleichen Zeitpunkt beliefen sich die Jahresnettokaltmiete auf EUR 157,1 Mio. und die EPRA Leerstandsquote auf 2,9 % (ausweislich des Halbjahresfinanzberichts der TLG IMMOBILIEN AG zum 30. Juni 2017).

Der Wert des Immobilienportfolios von TLG belief sich zum 30. Juni 2017 auf EUR 2.302,2 Mio. (ausweislich des Halbjahresfinanzberichts der TLG IMMOBILIEN AG zum 30. Juni 2017).

Die Portfoliostrategie von TLG sieht 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 Lebensmitteleinzelhandels, breiter aufgestellt. Entscheidungen über An- und Verkäufe sowie über zu tätige Investitionen unterliegen den genannten portfoliostrategischen Grundsätzen. Jede Assetklasse bringt spezifische Vorzüge mit. So zeichnen sich die Büro- und Einzelhandelsimmobilien vor allem durch eine höhere durchschnittliche Mietrendite aus, während die Hotelimmobilien durchschnittlich über besonders langfristige Mietverträge verfügen.

2.10 *Geschäftliche Entwicklung, Ergebnissituation und Vermögenslage, wesentliche Finanzdaten*

Die folgenden Finanzinformationen von TLG sind den geprüften Konzernabschlüssen der TLG IMMOBILIEN AG für die zum 31. Dezember 2014, 2015 und 2016 endenden Geschäftsjahre, dem ungeprüften verkürzten Konzernzwischenabschluss der TLG IMMOBILIEN AG für den zum 30. Juni 2017 endenden Sechsmontatszeitraum und dem internen Berichtssystem der TLG IMMOBILIEN AG entnommen oder aus ihnen abgeleitet. Die geprüften Konzernabschlüsse der TLG IMMOBILIEN AG für die zum 31. Dezember 2014, 2015 und 2016 endenden Geschäftsjahre wurden in Übereinstimmung mit IFRS und den ergänzend nach § 315a Abs. 1 HGB anzuwendenden handelsrechtlichen Vorschriften erstellt. Der ungeprüfte verkürzte Konzernzwischenabschluss der TLG IMMOBILIEN AG für den zum 30. Juni 2017 endenden Dreimonatszeitraum wurde in Übereinstimmung mit IFRS für Zwischenberichterstattung (IAS 34) erstellt.

Im geprüften Konzernabschluss der TLG IMMOBILIEN AG für das zum 31. Dezember 2016 endende Geschäftsjahr hat die TLG IMMOBILIEN AG die Zuordnung bestimmter Ertrags- und Aufwandsposten in der Konzerngesamtergebnisrechnung betreffend das Ergebnis aus Vermietung und Verpachtung, die Erlöse aus der Objektbewirtschaftung, die Aufwendungen aus der Objektbewirtschaftung, die sonstigen betrieblichen Erträge und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen geändert, was zu entsprechenden rückwirkenden Anpassungen der Vergleichsfinanzinformationen für das zum 31. Dezember 2015 endende Geschäftsjahr geführt hat. Die folgenden Finanzinformationen für das zum 31. Dezember 2015 endende Geschäftsjahr sind den angepassten Vergleichsfinanzinformationen, wie sie im geprüften Konzernabschluss der TLG IMMOBILIEN AG für das zum 31. Dezember 2016 endende Geschäftsjahr ausgewiesen sind, entnommen oder daraus abgeleitet.

2.10.1 Finanzinformationen für die Geschäftsjahre 2014, 2015 und 2016

Gemäß dem nach IFRS und den ergänzend nach § 315a Abs. 1 HGB anzuwendenden handelsrechtlichen Vorschriften erstellten Konzernabschluss der TLG IMMOBILIEN AG für das zum 31. Dezember 2016 endende Geschäftsjahr betrug die Bilanzsumme von TLG zum 31. Dezember 2016 EUR 2.344,8 Mio. In dem zum 31. Dezember 2016 endenden Geschäftsjahr belief sich das Gesamtergebnis (ausweislich des Konzernabschlusses der TLG IMMOBILIEN AG für das zum 31. Dezember 2016 endende Geschäftsjahr) auf ein positives Ergebnis von EUR 92,1 Mio.

Das Ergebnis aus Vermietung und Verpachtung stieg um 10,1 % von EUR 114,1 Mio. im zum 31. Dezember 2015 endenden Geschäftsjahr auf EUR 125,6 Mio. im zum 31. Dezember 2016 endenden Geschäftsjahr. Dieser Anstieg beruhte im Wesentlichen darauf, dass TLG weitere Immobilien als Teil ihrer Wachstumsstrategie zukaufte, was zu einem Anstieg der vermietbaren Gesamtfläche im Immobilienportfolio von TLG um 9,5 % führte. Im zum 31. Dezember 2016 endenden Geschäftsjahr verringerte sich das Ergebnis aus der Bewertung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien um 54,6 % von EUR 87,9 Mio. im zum 31. Dezember 2015 endenden Geschäftsjahr auf EUR 39,9 Mio., da die vorteilhaften Marktbedingungen im zum 31. Dezember 2016 endenden Geschäftsjahr zu weniger ausgeprägten Bewertungsgewinnen als im Vorjahr führten. Das Konzernjahresergebnis verringerte sich von EUR 130,9 Mio. im zum 31. Dezember 2015 endenden Geschäftsjahr um 28,1 % auf EUR 94,1 Mio. im zum 31. Dezember 2016 endenden Geschäftsjahr.

Im zum 31. Dezember 2016 endenden Geschäftsjahr erhöhte sich der Buchwert (beizulegender Zeitwert) der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien erheblich um 27,3 % von EUR 1.739,5 Mio. zum 31. Dezember 2015 auf EUR 2.215,2 Mio. zum 31. Dezember 2016, bedingt durch Zukäufe weiterer Immobilien, insbesondere in der Assetklasse Büro. Das Eigenkapital erhöhte sich um 4,3 % von EUR 967,9 Mio. zum 31. Dezember 2015 auf EUR 1.009,5 Mio. zum 31. Dezember 2016.

2.10.1.1 Daten aus der Konzerngesamtergebnisrechnung

	Für das zum 31. Dezember endende Geschäftsjahr		
	2014	2015 ⁽¹⁾ (geprüft) (in EUR Mio.)	2016
Ergebnis aus Vermietung und Verpachtung	100,3	114,1	125,6
Erlöse aus der Objektbewirtschaftung	136,7	152,3	168,1
Aufwendungen aus der Objektbewirtschaftung	(36,5)	(38,2)	(42,5)
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
Erlöse aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien	26,1	0,8	0,0
Aufwand Buchwertabgang	(18,8)	(0,1)	(0,0)
Sonstige betriebliche Erträge	16,8	4,2	0,8
Personalaufwand	(17,4)	(12,8)	(11,3)
Planmäßige Abschreibungen	(1,2)	(0,8)	(0,6)
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(15,7)	(7,9)	(7,1)
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	146,1	193,4	153,7
Finanzerträge	0,6	0,4	0,3
Finanzaufwendungen	(24,3)	(23,8)	(25,7)
Ertrag/Aufwand aus der Bewertung derivativer Finanzinstrumente	(2,1)	(0,8)	0,3
Ergebnis vor Steuern	120,3	169,2	128,6
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	(31,6)	(38,3)	(34,5)
Konzernjahresergebnis	88,7	130,9	94,1
Kumuliertes sonstiges Ergebnis			
davon in Folgejahren nicht in den Gewinn/Verlust umzugliedern			
Versicherungsmathematische Gewinne/Verluste, nach Steuern ⁽²⁾	(0,9)	0,0	(0,3)
davon in Folgejahren in den Gewinn/Verlust umzugliedern			
Wertänderung der Derivate in Hedgebeziehungen, nach Steuern	(10,9)	1,7	(1,8)
Gesamtergebnis	76,8	132,6	92,1

Erläuterungen:

- (1) Im geprüften Konzernabschluss der TLG IMMOBILIEN AG für das zum 31. Dezember 2016 endende Geschäftsjahr hat die TLG IMMOBILIEN AG die Zuordnung bestimmter Ertrags- und Aufwandsposten in der Konzerngesamtergebnisrechnung betreffend das Ergebnis aus Vermietung und Verpachtung, die Erlöse aus der Objektbewirtschaftung, die Aufwendungen aus der Objektbewirtschaftung, die sonstigen betrieblichen Erträge und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen geändert, was zu entsprechenden rückwirkenden Anpassungen der Vergleichsfinanzinformationen für das zum 31. Dezember 2015 endende Geschäftsjahr geführt hat. Im geprüften Konzernabschluss der TLG IMMOBILIEN AG für das zum 31. Dezember 2015 endende Geschäftsjahr werden in der Konzerngesamtergebnisrechnung das Ergebnis aus Vermietung und Verpachtung, die Erlöse aus Objektbewirtschaftung, die Aufwendungen aus der Objektbewirtschaftung, die sonstigen betrieblichen Erträge und sonstigen betrieblichen Aufwendungen für das zum 31. Dezember 2015 endende Geschäftsjahr in Höhe von EUR 112,4 Mio., EUR 150,6 Mio., EUR 38,2 Mio., EUR 5,8 Mio. bzw. EUR 7,8 Mio. ausgewiesen.
- (2) Ausgewiesen als versicherungsmathematischer Verlust aus Pensionsverpflichtungen, nach Steuern im geprüften Konzernabschluss der TLG IMMOBILIEN AG für das zum 31. Dezember 2014 endende Geschäftsjahr.

2.10.1.2 Daten aus der Konzernbilanz

	Zum 31. Dezember		
	2014	2015 (geprüft) (in EUR Mio.)	2016
Langfristige Vermögenswerte	1.525,2	1.776,8	2.240,8
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	1.489,6	1.739,5	2.215,2
Anzahlungen auf als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	5,9	14,3	0,1
Sachanlagen.....	14,1	9,8	6,7
Immaterielle Vermögenswerte	1,7	1,6	1,4
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	2,5	2,5	4,8
Sonstige Vermögenswerte	8,4	9,2	10,0
Aktive latente Steuern	3,0	–	2,7
Kurzfristige Vermögenswerte	212,8	222,6	103,9
Vorräte.....	1,5	1,1	1,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12,6	11,9	6,0
Forderungen aus Ertragsteuern.....	9,8	2,2	1,2
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	1,0	0,9	0,9
Sonstige Forderungen und Vermögenswerte.....	13,3	6,9	7,1
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	152,6	183,7	68,4
Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte ..	22,0	15,9	19,2
Summe Aktiva/Bilanzsumme Aktiva	1.738,0	1.999,5	2.344,8

	Zum 31. Dezember		
	2014	2015 (geprüft) (in EUR Mio.)	2016
Eigenkapital	748,0	967,9	1.009,5
Gezeichnetes Kapital	61,3	67,4	67,4
Kapitalrücklage	343,0	439,5	440,3
Gewinnrücklagen	354,1	469,4	515,1
Sonstige Rücklagen	(13,0)	(11,2)	(13,3)
Auf Anteilseigner des Mutterunternehmens entfallendes Eigenkapital	745,4	965,1	1.009,5
Nicht beherrschende Anteile	2,6	2,8	–
Fremdkapital	990,0	1.031,6	1.335,3
Langfristige Verbindlichkeiten	909,1	957,8	1.227,1
Langfristige Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	731,1	746,7	975,2
Pensionsverpflichtungen	8,2	8,1	8,3
Langfristige derivative Finanzinstrumente	17,8	15,9	20,4
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1,5	1,2	5,5
Passive latente Steuern	150,5	185,9	217,7
Kurzfristige Verbindlichkeiten	80,9	73,8	108,1
Kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	39,3	36,0	65,2
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	13,9	14,9	21,2
Sonstige kurzfristige Rückstellungen	5,7	2,4	1,8
Steuerschulden	9,6	6,4	4,5
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	12,4	14,0	15,4
Summe Passiva/Bilanzsumme Passiva	1.738,0	1.999,5	2.344,8

2.10.1.3 Daten aus der Konzernkapitalflussrechnung

	Für das zum 31. Dezember endende Geschäftsjahr		
	2014	2015 (geprüft) (in EUR Mio.)	2016
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	76,2	104,9	121,5
Erhaltene Zinsen	0,6	0,4	0,3
Gezahlte Zinsen	(47,2)	(23,0)	(28,4)
Gezahlte/erhaltene Ertragsteuern	(9,0)	1,6	(5,3)
Netto-Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	20,5	83,9	88,0
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	(20,5)	(150,3)	(414,1)
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	13,7	97,5	210,7
Zahlungswirksame Veränderung des Finanzmittelbestands	13,7	31,1	(115,3)

2.10.2 Finanzinformationen zum 30. Juni 2017 bzw. für den Zeitraum vom 1. Januar 2017 bis zum 30. Juni 2017

Nach dem gemäß IFRS für Zwischenberichterstattung (IAS 34) erstellten Konzernzwischenabschluss der TLG IMMOBILIEN AG für den zum 30. Juni 2017 endenden Sechsmonatszeitraum betrug die Bilanzsumme von TLG zum 30. Juni 2017 EUR 2.367,3 Mio. Das Konzernperiodenergebnis im zum 30. Juni 2017 endenden Sechsmonatszeitraum belief sich (ausweislich des Konzernzwischenabschlusses der TLG IMMOBILIEN AG für den zum 30. Juni 2017 endenden Sechsmonatszeitraum) auf ein positives Ergebnis von EUR 76,5 Mio.

2.10.2.1 Daten aus der Konzernzwischenjahresergebnisrechnung

	Für den zum 30. Juni endenden Sechsmonatszeitraum	
	2016	2017
	(ungeprüft) (in EUR Mio.)	
Ergebnis aus Vermietung und Verpachtung	61,2	71,1
Erlöse aus der Objektbewirtschaftung	78,7	93,9
Aufwendungen aus der Objektbewirtschaftung	(17,5)	(22,7)
Ergebnis aus der Bewertung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien	7,9	70,1
Ergebnis aus der Veräußerung von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien	0,6	0,0
Ergebnis aus der Veräußerung von Vorratsimmobilien	0,0	0,2
Erlöse aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien	0,0	0,1
Aufwand Buchwertabgang	(0,0)	0,1
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,8
Personalaufwand	(5,6)	(5,7)
Planmäßige Abschreibungen	(0,3)	(0,3)
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(3,1)	(6,8)
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	61,2	129,4
Finanzerträge	0,1	0,1
Finanzaufwendungen	(12,0)	(26,0)
Ertrag/Aufwand aus der Bewertung derivativer Finanzinstrumente	(1,6)	6,1
Ergebnis vor Steuern	47,7	109,6
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	(14,2)	(33,1)
Konzernperiodenergebnis	33,5	76,5
Kumuliertes sonstiges Ergebnis		
davon in Folgejahren nicht in den Gewinn/Verlust umzugliedern		
Wertänderung der Derivate in Hedgebeziehungen, nach Steuern	(3,3)	7,8
Gesamtergebnis der Periode	30,2	84,3

2.10.2.2 Daten aus der Konzernzwischenbilanz

	Zum 30. Juni 2017
	(ungeprüft) (in EUR Mio.)
Langfristige Vermögenswerte	2.282,2
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	2.257,3
Anzahlungen auf als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	0,2
Sachanlagen	6,6
Immaterielle Vermögenswerte	1,6
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	6,7
Sonstige Vermögenswerte	9,9
Aktive latente Steuern	0,0
Kurzfristige Vermögenswerte	85,2
Vorräte	1,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,9
Forderungen aus Ertragsteuern	0,2
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	1,9
Sonstige Forderungen und Vermögenswerte	8,7
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	31,0
Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte	37,4
Bilanzsumme Aktiva	2.367,3

	Zum 30. Juni 2017
	(ungeprüft)
	(in EUR Mio.)
Eigenkapital	1.148,3
Gezeichnetes Kapital	74,2
Kapitalrücklage	547,2
Gewinnrücklagen	532,4
Sonstige Rücklagen	(5,5)
Auf Anteilseigner des Mutterunternehmens entfallendes Eigenkapital	1.148,3
Fremdkapital	1.219,1
Langfristige Verbindlichkeiten	1.139,5
Langfristige Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	870,8
Pensionsverpflichtungen	8,3
Langfristige derivative Finanzinstrumente	5,6
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	5,6
Passive latente Steuern	249,3
Kurzfristige Verbindlichkeiten	79,6
Kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	50,2
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	16,0
Sonstige kurzfristige Rückstellungen	1,6
Steuerschulden	2,7
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	9,1
Bilanzsumme Passiva	2.367,3

2.10.2.3 Daten aus der Konzernkapitalflussrechnung

	Für den zum 30. Juni endenden	
	Sechsmonatszeitraum	
	2016	2017
	(ungeprüft)	
	(in EUR Mio.)	
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	54,5	50,5
Erhaltene Zinsen	0,1	0,1
Gezahlte Zinsen	(15,0)	(26,1)
Gezahlte/erhaltene Ertragsteuern	(7,1)	(2,4)
Netto-Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	32,6	22,1
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	(190,9)	5,9
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	11,4	(65,4)
Zahlungswirksame Veränderung des		
Finanzmittelbestands	(147,0)	(37,4)

2.10.3 Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation für den Zeitraum vom 1. Januar 2017 bis zum 30. Juni 2017

Das Ergebnis aus der Vermietung und Verpachtung von EUR 71,1 Mio. ist im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um EUR 9,9 Mio. gestiegen, im Wesentlichen aus neu in die Bewirtschaftung übernommenen Immobilien.

Das Ergebnis aus der Bewertung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien war im ersten Halbjahr 2017 im Wesentlichen aufgrund der andauernd günstigen Marktbedingungen, insbesondere in Berlin, positiv. Neben den günstigen Marktbedingungen wirkte die niedrige EPRA Leerstandsquote von 2,9 % sowie eine Restlaufzeit der befristet abgeschlossenen Mietverträge (WALT) von 6,1 Jahren stabilisierend auf die Immobilienwerte.

Die sonstigen betrieblichen Erträge beliefen sich auf EUR 0,8 Mio. und fielen damit höher aus als im Vorjahreszeitraum, unter anderem bedingt durch Erträge von EUR 0,2 Mio. aus der Liquidation von Tochtergesellschaften.

In Vorbereitung des Übernahmeangebots ergaben sich im ersten Halbjahr 2017 Aufwendungen von EUR 2,7 Mio., im Wesentlichen Rechts- und Beratungsaufwendungen. Dadurch stieg der sonstige betriebliche Aufwand gegenüber der Vorperiode um EUR 3,8 Mio. auf EUR 6,8 Mio. an. Zusätzlich wirkten im Jahr 2016 aufwandsmindernde Effekte aus Rückstellungsaufösungen von EUR 0,7 Mio.

Die Finanzaufwendungen stiegen im ersten Halbjahr 2017 gegenüber dem Vergleichszeitraum um EUR 14,1 Mio. auf EUR 26,0 Mio. an. Hauptursache sind Aufwendungen von rund EUR 12,4 Mio. für die vorfristige Ablösung von Darlehen mit einer Restschuld von EUR 264,3 Mio., die im Zusammenhang mit Optimierungsmaßnahmen der Fremdkapitalstruktur stehen. Darüber hinaus fielen im ersten Halbjahr 2017 Zinsaufwendungen für die vorfristige Ablösung von Darlehen im Kontext von Immobilienverkäufen an.

Der Steueraufwand im ersten Halbjahr 2017 setzte sich aus laufenden Ertragsteuern von EUR 2,3 Mio. und latenten Steuern in Höhe von EUR 30,8 Mio. zusammen.

Auf der Vermögensseite dominieren die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien einschließlich der Anzahlungen. Der Anteil am Gesamtvermögen hat sich im Vergleich zum 31. Dezember 2016 von 94 % auf 95 % erhöht, insbesondere durch Anpassungen des Fair Value des Immobilienvermögens in Höhe von EUR 70,1 Mio.

Das Eigenkapital von TLG betrug EUR 1.148,3 Mio. zum 30. Juni 2017 und lag damit um EUR 138,8 Mio. höher als zum 31. Dezember 2016, im Wesentlichen bedingt durch die am 31. Januar erfolgte Barkapitalerhöhung mit einem Bruttoemissionserlös von EUR 116,0 Mio. sowie das erwirtschaftete Gesamtergebnis der Periode. Gegenläufig wirkte die Dividendenausschüttung an Aktionäre von EUR 59,3 Mio.

Die Eigenkapitalquote erhöhte sich im Vergleich zum 31. Dezember 2016 um 5,4 Prozentpunkte auf 48,5 %.

3. Freiwilliges Übernahmeangebot der TLG IMMOBILIEN AG zum Erwerb der WCM-Aktien

3.1 *Freiwilliges Übernahmeangebot*

Die TLG IMMOBILIEN AG hat den Aktionären der WCM AG beginnend ab dem 27. Juni 2017 angeboten, im Wege eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots (in Form eines Umtauschangebots) ihre WCM-Aktien zu erwerben.

Im Tausch gegen 23 WCM-Aktien hat die TLG IMMOBILIEN AG als Gegenleistung 4 neue, auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der TLG IMMOBILIEN AG von je EUR 1,00 mit Gewinnberechtigung für das zum 31. Dezember 2017 endende Geschäftsjahr angeboten. Die für den Vollzug des Übernahmeangebots benötigten Aktien hat die TLG IMMOBILIEN AG im Wege einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen in Höhe von EUR 20.435.708,00 aus dem Genehmigten Kapital 2014/II unter Ausschluss des gesetzlichen Bezugsrechts der Aktionäre der TLG IMMOBILIEN AG geschaffen. Der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG hat hierzu unter Ausnutzung der durch Beschluss der Hauptversammlung der TLG IMMOBILIEN AG vom 22. Oktober 2014 geschaffenen Ermächtigung am 10. Mai 2017 und 4. Oktober 2017 mit Zustimmung des Aufsichtsrats bzw. des Ausschusses für Kapitalmarkt und Akquisitionen des Aufsichtsrats der TLG IMMOBILIEN AG jeweils vom gleichen Tag beschlossen, das Grundkapital der TLG IMMOBILIEN AG von EUR 74.175.558,00 um EUR 20.435.708 auf EUR 94.611.266 durch Ausgabe von 20.435.708 neuen auf den Inhaber lautenden nennwertlosen Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie zu erhöhen. Die Kapitalerhöhung wurde am 6. Oktober 2017 in das Handelsregister der TLG IMMOBILIEN AG eingetragen.

Die weitere Annahmefrist des Übernahmeangebots ist am 26. September 2017 abgelaufen. Das Übernahmeangebot wurde insgesamt für 117.505.327 WCM-Aktien angenommen, was einem Anteil von rund 85,89% am Grundkapital der WCM AG entspricht. Infolge der für die Abwicklung des Übernahmeangebots erforderlichen Sachkapitalerhöhung und Regulierung von Aktienspitzen wurden 117.505.327 WCM-Aktien auf die TLG IMMOBILIEN AG als Sacheinlage übertragen und 20.435.708 neue Aktien der TLG IMMOBILIEN AG ausgegeben. Mit der Übertragung der WCM-Aktien auf die TLG IMMOBILIEN AG wurde die WCM AG eine Tochtergesellschaft der TLG IMMOBILIEN AG.

3.2 Grundsatzvereinbarung

In der am 10. Mai 2013 zwischen den Vertragsparteien geschlossenen Grundsatzvereinbarung wurden unter anderem Regelungen über die Integration der Geschäfte von TLG und WCM sowie die zukünftige Geschäftsstrategie des Kombinierten Unternehmens und die zukünftige Zusammensetzung der Gremien der WCM AG getroffen.

Die Vertragsparteien haben sich in der Grundsatzvereinbarung dazu verpflichtet, nach einem erfolgreichem Vollzug des Übernahmeangebots unverzüglich ein Integrationsprojekt zu initiieren, mit dem Ziel, das Kombinierte Unternehmen zu schaffen, um so die erwarteten Synergie- und Effizienzpotenziale zu realisieren. Im Rahmen einer Konzeptionsphase werden auf Basis der wesentlichen Geschäftsprozesse Teilprojekte definiert, die von jeweils einem Mitarbeiter von TLG geleitet werden. Nach dieser Konzeptionsphase sollen in einer Umsetzungsphase die Voraussetzungen zur Hebung der identifizierten Synergie- und Effizienzpotenziale weitgehend geschaffen sowie die Prozesse, Betriebsabläufe und Organisationsstruktur des Kombinierten Unternehmens entsprechend angepasst werden.

Die Vertragsparteien haben in der Grundsatzvereinbarung ausdrücklich ihr gemeinsames Verständnis niedergelegt, dass die engagierte Belegschaft von TLG und WCM die Grundlage für den derzeitigen Erfolg sowie den künftigen Erfolg des Kombinierten Unternehmens darstellt. Allerdings wird es im Zuge der Integration von WCM in TLG zu Veränderungen in der Organisationsstruktur und in Prozessabläufen kommen, insbesondere durch die Zusammenlegung der Holdingaktivitäten am Berliner Standort der TLG IMMOBILIEN AG.

Durch die Zusammenlegung der Holdingaktivitäten am Berliner Standort der TLG IMMOBILIEN AG wird die TLG IMMOBILIEN AG die Holding des Kombinierten Unternehmens mit Sitz in Berlin. Die genaue Umsetzung, insbesondere in zeitlicher Hinsicht, werden die Vertragsparteien gemeinsam erarbeiten. Das Kombinierte Unternehmen wird unter der Marke „TLG IMMOBILIEN“ geführt.

Der Vorstand der WCM AG hat sich in der Grundsatzvereinbarung dazu verpflichtet, nach einem erfolgreichen Vollzug des Übernahmeangebots und vorbehaltlich seiner Organpflichten, sich nach besten Kräften zu bemühen, die TLG IMMOBILIEN AG dabei zu unterstützen, dass mindestens vier von der TLG IMMOBILIEN AG vorgeschlagene Personen in den Aufsichtsrat der WCM AG für eine ordentliche Amtsperiode gewählt bzw. zunächst gerichtlich nach § 104 AktG bestellt werden. Auf Wunsch der TLG IMMOBILIEN AG schlagen der Vorstand und Aufsichtsrat der WCM AG gemäß Hauptversammlungseinladung vom heutigen Tage der außerordentlichen Hauptversammlung am 17. November 2017 in einem separaten Tagesordnungspunkt vor, die Zahl der Mitglieder des Aufsichtsrats der WCM AG von sechs auf drei zu reduzieren. Die Vertragsparteien gehen davon aus, dass es sich zukünftig bei mindestens zwei Aufsichtsratsmitgliedern der WCM AG um von der TLG IMMOBILIEN AG vorgeschlagene Personen handeln wird.

3.3 *Mögliche Anteilserwerbe außerhalb des Abfindungsangebots*

Die TLG IMMOBILIEN AG hält zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts eine Anzahl von WCM-Aktien, die 85,89 % des Grundkapitals und der Stimmrechte der WCM AG entspricht.

Die TLG IMMOBILIEN AG und für die TLG IMMOBILIEN AG handelnde Personen können auch außerhalb des Abfindungsangebots (siehe Abschnitt IV.2.1.5) unmittelbar oder mittelbar WCM-Aktien erwerben bzw. entsprechende Vereinbarungen abschließen. Gleiches gilt für andere Wertpapiere, die ein unmittelbares Wandlungs- oder Umtauschrecht in – oder ein Optionsrecht auf – WCM-Aktien gewähren. Dies gilt allerdings nur, wenn diese Erwerbe oder Erwerbsvereinbarungen mit den anwendbaren Rechtsvorschriften, insbesondere dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz („WpÜG“), in Einklang stehen. Informationen über diese Erwerbe werden veröffentlicht, soweit dies nach den anwendbaren Rechtsvorschriften erforderlich ist.

IV. BEHERRSCHUNGSVERTRAG

1. Gründe für den Abschluss des Beherrschungsvertrags

1.1 *Wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Gründe*

1.1.1 Wirtschaftliche Gründe

Die wirtschaftlichen Gründe für den Abschluss des Beherrschungsvertrags liegen in der Stärkung der bereits faktisch bestehenden Konzernstruktur des aus der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG (jeweils mit ihren unmittelbaren und mittelbaren Tochtergesellschaften) bestehenden Kombinierten Unternehmens. Die Zusammenarbeit der Vertragsparteien und damit die Umsetzung der Geschäftsstrategie werden durch den Abschluss des Beherrschungsvertrags erheblich erleichtert. Das Weisungsrecht unter dem Beherrschungsvertrag erlaubt es der Geschäftsleitung von TLG, eine einheitliche Steuerung im Konzerninteresse sowie einheitliche Konzernstrukturen und Strategien auch gegenüber WCM auszuüben bzw. zu implementieren. Dies wiederum ist eine wesentliche Voraussetzung für die beabsichtigte Zusammenarbeit zwischen der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG.

Die Zusammenarbeit beschleunigt die Expansion des etablierten Geschäftsmodells von TLG auf deutschlandweiter Basis. Aufbauend auf dem Portfolio und der bestehenden Plattform von WCM wird die lokale Marktdurchdringung in Westdeutschland gestärkt und dient als Katalysator für das angestrebte weitere Portfoliowachstum. Die deutschlandweite Akquisitionspipeline des Kombinierten Unternehmens besteht aus Immobilien in allen strategischen Assetklassen in attraktiven Lagen und sollte es TLG erlauben, das Wachstum in Westdeutschland zügiger voranzutreiben. Die bewährten Akquisitionskompetenzen von TLG und WCM sowie der gute Zugang von TLG zu Wachstumskapital versetzt das Kombinierte Unternehmen in die Lage, im gesamten Bundesgebiet weiteres kontinuierliches Portfoliowachstum im Rahmen der bestehenden Ankaufskriterien von TLG zu realisieren.

Die Zusammenarbeit ermöglicht zudem die Realisierung von Kostensynergien, die voraussichtlich rund EUR 5 Mio. per annum nach vollständiger Integration betragen werden. Diese Synergien können insbesondere durch erwartete Einsparungen bei Verwaltungskosten sowie Verbesserungen und Effizienzsteigerungen bei Informatiksystemen erzielt werden. Zudem erhöht sich mittelfristig die Flexibilität und Effizienz in Bezug auf die Finanzierung des Kombinierten Unternehmens. Darüber hinaus werden zusätzliche Ertragssynergien durch eine erhöhte Akquisitionskapazität des Kombinierten Unternehmens erwartet, wobei das Kombinierte Unternehmen bei zukünftigen Akquisitionen von bestehenden steuerlichen Verlustvorträgen von WCM profitieren wird.

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

1.1.2 Rechtliche Gründe

1.1.2.1 Grenzen und Beschränkungen der Zusammenarbeit im derzeitigen faktischen Konzernverhältnis

Aufgrund der Mehrheitsbeteiligung der TLG IMMOBILIEN AG besteht derzeit zwischen den Vertragsparteien ein faktisches Konzernverhältnis. In diesem faktischen Konzernverhältnis kann die TLG IMMOBILIEN AG zwar faktisch einen beherrschenden Einfluss auf die WCM AG ausüben. Der Vorstand der WCM AG ist jedoch gemäß § 76 Abs. 1 AktG nach wie vor verpflichtet, die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu leiten. Er hat alle auf Veranlassung oder im Interesse der TLG IMMOBILIEN AG oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens der TLG vorgenommenen bzw. unterlassenen Maßnahmen oder Rechtsgeschäfte in jedem Einzelfall daraufhin zu prüfen, ob sie für die WCM AG nachteilige Auswirkungen haben. Falls derartige Rechtsgeschäfte oder Maßnahmen für die WCM AG nachteilig sind, dürfen sie nur vorgenommen werden, wenn die mit dem betreffenden Rechtsgeschäft bzw. der betreffenden Maßnahme verbundenen Nachteile ausgeglichen werden können und tatsächlich ausgeglichen werden. Der Nachteilsausgleich muss hierbei bis zum Ende des Geschäftsjahres, in dem der abhängigen Gesellschaft der Nachteil zugefügt worden ist – also in einem engen zeitlichen Rahmen – entweder tatsächlich erfolgen oder durch Einräumung eines entsprechenden Rechtsanspruchs gewährt werden (§ 311 Abs. 2 AktG). Diese Rechtslage hat

zur Folge, dass sämtliche Maßnahmen und Rechtsgeschäfte der WCM AG, die auf Veranlassung oder im Interesse der TLG IMMOBILIEN AG oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens der TLG vorgenommen bzw. unterlassen werden, in jedem Einzelfall auf ihre exakten Auswirkungen für die WCM AG und ihre etwaige Nachteiligkeit und Ausgleichspflicht untersucht werden müssen.

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

Diese für den faktischen Konzern geltenden Grundsätze führen zu erheblichen Aufwendungen von Zeit und Ressourcen, insbesondere auf Seiten des faktisch beherrschten Unternehmens. Denn bei jeder Maßnahme und bei jedem Rechtsgeschäft der WCM AG, die von der TLG IMMOBILIEN AG oder von einem mit ihr verbundenen Unternehmen der TLG veranlasst oder in ihrem Interesse vorgenommen oder unterlassen werden, – ob mit der TLG IMMOBILIEN AG oder mit Dritten – müssen sowohl der Vorstand als auch andere Abteilungen der WCM AG einbezogen werden (z.B. die Rechtsabteilung, die Steuerabteilung oder die interne Revision), um die Einhaltung der im faktischen Konzern geltenden Regeln sicherzustellen. Dies bindet nicht nur Ressourcen auf Seiten der WCM AG als beherrschtem Unternehmen, sondern führt auch zu erheblichen Verzögerungen bei der beabsichtigten Kooperation zwischen WCM und TLG. Dadurch wird die zügige und effiziente Umsetzung von im gemeinsamen Interesse liegenden Management-Entscheidungen erschwert.

Weiterhin bereiten in faktischen Konzernverhältnissen die Quantifizierung und Ausgleichsfähigkeit etwaiger Nachteile der abhängigen Gesellschaft erhebliche Schwierigkeiten. Solche Schwierigkeiten treten regelmäßig im Rahmen von Rechtsgeschäften und Maßnahmen auf, die über den bloßen Austausch von Leistung und Gegenleistung (z.B. Bezug von Waren oder Erbringung von Dienstleistungen) hinausgehen oder für die ein Marktpreis nicht ermittelt werden kann. Solche Maßnahmen können beispielsweise im Austausch von geschäftlichen Informationen im Rahmen der Konzeption von gemeinsamen geschäftlichen Maßnahmen oder ganz allgemein bei der Zusammenarbeit in gemeinsamen zentralen Konzernfunktionen bestehen. In diesen Fällen ist es in der Praxis schwierig, wenn nicht gar oftmals unmöglich, etwaige Nachteile

bzw. korrespondierende Vorteile des abhängigen Unternehmens zu quantifizieren und auszugleichen. Dies hat zur Folge, dass derartige Maßnahmen im faktischen Konzern nicht mit hinreichender rechtlicher Sicherheit möglich sind und wenn überhaupt nur mit erheblichem Prüfungs- und Dokumentationsaufwand durchgeführt werden können bzw. ganz zu unterbleiben haben. Um die angestrebten, in Abschnitt IV.1.1.1 dargestellten Vorteile aus einer Zusammenführung der Aktivitäten von WCM und TLG zu realisieren, ist aber die Durchführung einer weitergehenden Kooperation und eines intensiven Informationsaustauschs erforderlich. Ohne den Abschluss eines Beherrschungsvertrags ließen sich diese Vorteile so nicht erzielen.

1.1.2.2 Schaffung eines Vertragskonzerns durch Abschluss eines Beherrschungsvertrags

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

Für die TLG IMMOBILIEN AG ermöglicht der Beherrschungsvertrag spiegelbildlich eine bessere Steuerung der beabsichtigten Zusammenarbeit mit WCM im gemeinsamen Interesse des Kombinierten Unternehmens. Der Beherrschungsvertrag wird darüber hinaus den ungehinderten Informationsaustausch zwischen der WCM AG und der TLG IMMOBILIEN AG ermöglichen. Der Abschluss des Beherrschungsvertrags erweist sich damit als geeignetes rechtliches Mittel zur Umsetzung der beabsichtigten umfassenden Kooperation der beteiligten Unternehmen, welches auch von anderen Unternehmen in vergleichbaren Fällen angewandt wird und gerade für diesen Zweck vom Gesetz vorgesehen ist.

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

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

Für die Außenstehenden WCM-Aktionäre schafft der Beherrschungsvertrag besondere Schutzmechanismen, die ihnen im faktischen Konzernverhältnis nicht zur Verfügung stehen: Sie erhalten für die Dauer des Beherrschungsvertrags einen Anspruch gegen die TLG IMMOBILIEN AG auf einen jährlich wiederkehrenden, angemessenen Ausgleich in Form einer Garantiedividende (vgl. hierzu die Erläuterungen in Abschnitt IV.2.1.4 und IV.3) oder können, wenn sie vor dem Hintergrund des Beherrschungsvertrags ihre WCM-Aktien veräußern wollen, ihre WCM-Aktien gegen eine angemessene Abfindung in Form von Aktien der TLG IMMOBILIEN AG an die TLG IMMOBILIEN AG übertragen und als

Aktionäre aus der WCM AG ausscheiden (siehe hierzu die Erläuterungen unter Abschnitt IV.2.1.5 und IV.3).

1.1.3 Steuerliche Gründe

Der Abschluss des Beherrschungsvertrags dient aus steuerlicher Sicht der dauerhaften organisatorischen Eingliederung der WCM AG in die TLG IMMOBILIEN AG im Rahmen der umsatzsteuerlichen Organschaft. Die umsatzsteuerliche Organschaft hat den Vorteil, dass im Rahmen eines Leistungsaustauschs zwischen beiden Vertragsparteien keine Umsatzsteuer anfällt, die bei der WCM AG aufgrund teilweise umsatzsteuerfreier Ausgangsumsätze nicht vollständig als Vorsteuer abziehbar wäre. Voraussetzung für eine solche umsatzsteuerliche Organschaft ist, dass die WCM AG in das Unternehmen der TLG IMMOBILIEN AG nach dem Gesamtbild der tatsächlichen Verhältnisse finanziell, wirtschaftlich und organisatorisch eingegliedert ist. Durch die im Beherrschungsvertrag verankerten umfangreichen Weisungs- und Einflussmöglichkeiten (siehe hierzu Abschnitt IV.2.1.1) wird die organisatorische Eingliederung hergestellt.

1.2 Alternativen zum Abschluss eines Beherrschungsvertrags

Die Vorstände der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG haben Alternativen zum Abschluss des Beherrschungsvertrags geprüft. Sie sind zu dem Ergebnis gelangt, dass es zu dem Abschluss des Beherrschungsvertrags keine vorzugswürdige Alternative gibt, die in gleicher Weise geeignet ist, die genannten Zielsetzungen zu erreichen. Dies ergibt sich daraus, dass der Abschluss eines Beherrschungsvertrags zwischen der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG aus gesellschaftsrechtlicher Sicht – neben der hier schon mangels Erreichen der erforderlichen Beteiligungsquote ausscheidenden Eingliederung (siehe hierzu Abschnitt IV.1.2.2) – die einzige Möglichkeit ist, die dargestellten Beschränkungen im faktischen Konzern zu überwinden (siehe hierzu Abschnitt IV.1.1.2.1). Vor diesem Hintergrund wurden insbesondere folgende anderweitige Gestaltungen geprüft:

1.2.1 Ausschluss der Minderheitsaktionäre (Squeeze-out)

Ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach §§ 327a ff. AktG (sogenannter aktienrechtlicher Squeeze-Out) wäre zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts nicht möglich, da die Beteiligung der TLG IMMOBILIEN AG an der WCM AG nicht die gesetzlich erforderliche Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals erreicht. Dasselbe gilt für den sogenannten übernahmerechtlichen Squeeze-Out gemäß §§ 39a ff. WpÜG.

Für einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach § 62 Abs. 5 Umwandlungsgesetz in Verbindung mit §§ 327a ff. AktG nach einer Verschmelzung (sogenannter umwandlungsrechtlicher Squeeze-Out), der unter anderem eine Beteiligungshöhe von 90 % des Grundkapitals voraussetzt, liegen die formalen Voraussetzungen ebenfalls nicht vor. Außerdem ist die Verschmelzung der WCM AG auf die TLG IMMOBILIEN AG bereits als solches keine geeignete Alternative und von den Vertragsparteien auch nicht gewollt (siehe hierzu im Detail Abschnitt IV.1.2.2).

1.2.2 Eingliederung oder Verschmelzung

Eine Konzernintegration im Wege einer Eingliederung (§§ 319 ff. AktG) scheidet vorliegend aus, da die TLG IMMOBILIEN AG zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts nicht die für eine Eingliederung erforderliche Beteiligungsquote von mindestens 95 % des Grundkapitals an der WCM AG (§ 320 Abs. 1 Satz 1 AktG) erreicht.

Eine Verschmelzung der TLG IMMOBILIEN AG auf die WCM AG (sogenannte Downstream-Verschmelzung) scheidet als gleichwertige Gestaltungsalternative ebenso aus wie umgekehrt eine Verschmelzung der WCM AG auf die TLG IMMOBILIEN AG (sogenannte Upstream-Verschmelzung). Eine Downstream-Verschmelzung bzw. eine Upstream-Verschmelzung würde zu einem Erlöschen der Rechtspersönlichkeit der TLG IMMOBILIEN AG bzw. der WCM AG sowie einer Übertragung aller Verbindlichkeiten und Vermögensgegenstände auf die TLG IMMOBILIEN AG bzw. die WCM AG führen. Eine Downstream-Verschmelzung als Rechtsträgerwechsel wäre ein grunderwerbsteuerpflichtiger Vorgang bezüglich der von der TLG IMMOBILIEN AG gehaltenen Immobilien. Eine Upstream-Verschmelzung würde zum Entfall der bei der WCM AG in erheblichem Umfang vorhandenen Verlustvorträge führen. All dies wäre nicht im Interesse der Vertragsparteien.

1.2.3 Formwechsel

Eine formwechselnde Umwandlung der WCM AG in eine andere Kapitalgesellschaftsform oder in eine Personengesellschaft kommt ebenfalls nicht als geeignete Alternative in Betracht.

Selbst ein Formwechsel in eine Kommanditgesellschaft auf Aktien würde die Anwendbarkeit der Regeln zum faktischen Konzern und die damit gegenüber der Rechtslage im Falle eines Beherrschungsvertrags bestehenden Nachteile (siehe Abschnitt IV.1.1.2) unberührt lassen. Auch nach einem Formwechsel in eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung oder eine Personengesellschaft müssten Weisungen im Konzerninteresse im Einzelfall daraufhin überprüft werden, ob sie für die WCM AG nachteilig sind (siehe Abschnitt IV.1.1.2). Denn auch im Verhältnis zu einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung oder Personengesellschaft wäre die mitgliedschaftliche Treuepflicht des herrschenden Unternehmens zu beachten, sodass die Durchsetzung nachteiliger Maßnahmen jedenfalls problematisch wäre.

1.2.4 Zusammenfassung

Demzufolge bietet nur der Abschluss eines Beherrschungsvertrags eine ausreichende rechtliche Grundlage für die angestrebte Integration von WCM in TLG. Allein durch den Abschluss des Beherrschungsvertrags können die Beschränkungen des faktischen Konzerns überwunden (siehe Abschnitt IV.1.1.2.1), die umsatzsteuerliche Organschaft begründet (siehe Abschnitt IV.1.1.3) und gleichzeitig das Entfallen der bestehenden Verlustvorträge der WCM AG vermieden werden (siehe Abschnitt IV.1.2.2).

2. Inhalt und Auswirkungen des Beherrschungsvertrags

2.1 Erläuterung des Vertragsinhalts

Im Folgenden werden die einzelnen Bestimmungen des Beherrschungsvertrags, dessen vollständiger Wortlaut in **Anlage 3** zu diesem Vertragsbericht enthalten ist, erläutert:

2.1.1 Leitung und Weisung (§ 1 des Beherrschungsvertrags)

§ 1 des Beherrschungsvertrags enthält die für einen Beherrschungsvertrag konstitutive Regelung, wonach die WCM AG als abhängiges Unternehmen die Leitung ihrer Gesellschaft der TLG IMMOBILIEN AG als herrschendem Unternehmen unterstellt. Die TLG IMMOBILIEN AG ist hiernach berechtigt, dem Vorstand der WCM AG sowohl allgemeine als auch auf Einzelfälle bezogene Weisungen hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft zu erteilen (§ 1 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags). Ungeachtet dieses Weisungsrechts handelt es sich bei der WCM AG weiterhin um ein rechtlich selbständiges Unternehmen mit eigenen Organen. Dem Vorstand der WCM AG obliegen daher auch weiterhin die Geschäftsführung und die Vertretung der Gesellschaft. Soweit keine Weisungen erteilt werden, kann und muss der Vorstand der WCM AG die Gesellschaft eigenverantwortlich leiten.

Der Umfang des Leitungs- und Weisungsrechts richtet sich in erster Linie nach § 308 AktG. Der Vorstand der WCM AG ist verpflichtet, rechtlich zulässige Weisungen der TLG IMMOBILIEN AG zu befolgen (§ 1 Abs. 3 Satz 1 des Beherrschungsvertrags). Gemäß § 308 Abs. 1 Satz 2 AktG können auch Weisungen erteilt werden, die für die WCM AG nachteilig sind, wenn sie den Belangen der TLG IMMOBILIEN AG oder der mit ihr und der WCM AG konzernverbundenen Unternehmen dienen. Der Vorstand der WCM AG ist nicht berechtigt, die Befolgung einer Weisung zu verweigern, es sei denn, die Weisung dient offensichtlich nicht diesen Belangen. Hingegen muss der Vorstand keine unzulässigen Weisungen befolgen, z.B. solche, deren Befolgung zwingende gesetzliche Vorschriften oder Bestimmungen der WCM-Satzung verletzen würde. Weisungen, die die Existenz der WCM AG gefährden, sind ebenfalls unzulässig. Ein abhängiges Unternehmen ist nach Einschätzung der Vertragsparteien auch dann nicht verpflichtet, Weisungen zu befolgen, wenn und solange das herrschende Unternehmen seine Verpflichtung aufgrund des Beherrschungsvertrags zur Verlustübernahme (§ 302 AktG) nicht erfüllt oder zur Erfüllung dieser Verpflichtungen voraussichtlich nicht in der Lage ist (siehe zum Kündigungsrecht der WCM AG unten Abschnitt IV.2.1.7). Des Weiteren können gemäß § 299 AktG Weisungen, den Beherrschungsvertrag zu ändern, aufrechtzuerhalten oder zu beenden, nicht erteilt werden (§ 1 Abs. 2 Satz 1 des Beherrschungsvertrags).

Vorstehendes Weisungsrecht ändert nichts daran, dass die WCM AG weiterhin ein rechtlich selbstständiges Unternehmen mit eigenen Organen ist. § 1 Abs. 3 Satz 2 des Beherrschungsvertrags stellt klar, dass die Geschäftsführung und Vertretung der WCM AG unbeschadet des Weisungsrechts der TLG IMMOBILIEN AG weiterhin der Geschäftsführung der WCM AG obliegt.

Der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG ist berechtigt, das ihm zustehende Weisungsrecht unter bestimmten Voraussetzungen an von ihm bevollmächtigte Personen zu delegieren (§ 1 Abs. 1 Satz 2 des Beherrschungsvertrags). Es ist anerkannt, dass das Weisungsrecht insbesondere an Angestellte (z.B. Prokuristen) des herrschenden Unternehmens delegiert werden kann. Das herrschende Unternehmen ist für rechtswidrig erteilte Weisungen des Beauftragten zum Schadensersatz verpflichtet.

Das Leitungs- und Weisungsrecht besteht nur gegenüber dem Vorstand, nicht jedoch gegenüber dem Aufsichtsrat, der Hauptversammlung oder Mitarbeitern der WCM AG und nicht gegenüber Organen oder Mitarbeitern einer Tochtergesellschaft der WCM AG. Wird der Vorstand der WCM AG angewiesen, ein Geschäft vorzunehmen, das der Zustimmung des Aufsichtsrats der WCM AG bedarf und stimmt der Aufsichtsrat nicht zu oder wird die Zustimmung nicht innerhalb einer angemessenen Frist erteilt, so kann die Zustimmung des Aufsichtsrats nach Maßgabe von § 308 Abs. 3 AktG durch eine Wiederholung der Weisung ersetzt werden. Die Mitwirkungsrechte der Hauptversammlung der WCM AG werden durch den Beherrschungsvertrag nicht berührt.

Weisungen müssen grundsätzlich in Textform (§ 126b BGB) – z.B. per Telefax oder per E-Mail – erteilt werden (§ 1 Abs. 2 Satz 2 des Beherrschungsvertrags). In eilbedürftigen Fällen zulässige mündliche Weisungen sind unverzüglich in Textform zu bestätigen (§ 1 Abs. 2 Satz 3 des Beherrschungsvertrags). Das Weisungsrecht der TLG IMMOBILIEN AG und die korrespondierende Folgepflicht der WCM AG gemäß § 1 des Beherrschungsvertrags bestehen gemäß § 294 Abs. 2 AktG und § 6 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags erst ab dem Zeitpunkt, in dem der Beherrschungsvertrag durch Eintragung im Handelsregister des Sitzes der WCM AG wirksam wird (siehe Abschnitt IV.2.1.6).

2.1.2 Auskunftsrecht (§ 2 des Beherrschungsvertrags)

Nach § 2 des Beherrschungsvertrags hat die TLG IMMOBILIEN AG ein jederzeitiges Auskunftsrecht gegenüber der WCM AG. Der Vorstand der WCM AG ist gemäß § 2 Satz 1 des Beherrschungsvertrags verpflichtet, der TLG IMMOBILIEN AG jederzeit alle gewünschten Auskünfte über sämtliche Angelegenheiten der WCM AG zu geben. Die TLG IMMOBILIEN AG ist gemäß § 2 Satz 2 des Beherrschungsvertrags jederzeit berechtigt, Bücher und Schriften der WCM AG einzusehen. Zudem ist die WCM AG verpflichtet, die TLG IMMOBILIEN AG laufend über die geschäftliche Entwicklung, insbesondere über wesentliche Geschäftsvorfälle zu unterrichten (§ 2 Satz 3 des Beherrschungsvertrags).

Das Auskunftsrecht soll es der TLG IMMOBILIEN AG ermöglichen, ihre Leitungsmacht über die WCM AG auf Grundlage angemessener Information auszuüben. Zu diesem Zweck wird der TLG IMMOBILIEN AG ein allgemeines Einsichtsrecht eingeräumt, das durch eine unabhängig davon bestehende Informationspflicht der WCM AG ergänzt wird. Die Informationspflicht umfasst sowohl die laufende geschäftliche Entwicklung als auch wesentliche Geschäftsvorfälle. Auf diese Weise kann ein bestehendes Informationsgefälle schnell beseitigt und die TLG IMMOBILIEN AG in die Lage versetzt werden, die Ausübung ihrer Weisungsbefugnisse in Kenntnis aller Informationen am Konzerninteresse auszurichten.

2.1.3 Verlustübernahme (§ 3 des Beherrschungsvertrags)

§ 3 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags regelt die Verpflichtung der TLG IMMOBILIEN AG zur Übernahme der Verluste der WCM AG gemäß den Vorschriften des § 302 AktG in ihrer Gesamtheit und in ihrer jeweils gültigen Fassung. Dies bedeutet gemäß § 302 Abs. 1 AktG in der derzeit gültigen Fassung, dass die TLG IMMOBILIEN AG jeden während der Vertragsdauer „sonst“, also ohne das Bestehen der Verlustübernahmepflicht, entstehenden Jahresfehlbetrag auszugleichen hat. Die Verpflichtung zur Verlustübernahme besteht nicht, soweit der Jahresfehlbetrag dadurch ausgeglichen wird, dass den anderen Gewinnrücklagen (§ 272 Abs. 3 Satz 2 HGB) Beträge entnommen werden, die während der Dauer des Beherrschungsvertrags in diese eingestellt worden sind.

Die Verlustübernahmeverpflichtung gewährleistet, dass sich das zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Beherrschungsvertrags vorhandene bilanzielle Eigenkapital der WCM AG während der Vertragsdauer nicht vermindert. Die Verlustübernahmepflicht dient der Sicherung der vermögensrechtlichen Interessen der WCM AG, der Außenstehenden WCM-Aktionäre und der Gläubiger der WCM AG während des Bestehens des Beherrschungsvertrags.

Die Verpflichtung zur Verlustübernahme gilt gemäß § 3 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags erstmals für das gesamte Geschäftsjahr der WCM AG, in dem der Beherrschungsvertrag gemäß § 6 Abs. 2 durch Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der WCM AG wirksam wird. Wird der Beherrschungsvertrag vor dem 31. Dezember 2017 wirksam, besteht die Verpflichtung also für einen etwaigen Verlust des gesamten zum 31. Dezember 2017 endenden Geschäftsjahres. Wird der Beherrschungsvertrag nach dem 31. Dezember 2017 und bis zum 31. Dezember 2018 wirksam, besteht die Verpflichtung für einen etwaigen Verlust des gesamten zum 31. Dezember 2018 endenden Geschäftsjahres. Wenn der Beherrschungsvertrag erst in einem späteren Geschäftsjahr eingetragen wird, gilt die Verpflichtung zur Verlustübernahme erst für das betreffende spätere Geschäftsjahr. Entsprechend der höchstrichterlichen Rechtsprechung entsteht der Anspruch der WCM AG auf Verlustausgleich am Ende eines Geschäftsjahres und wird zum gleichen Zeitpunkt auch fällig.

Wird der Beherrschungsvertrag unterjährig beendet, insbesondere im Falle einer Kündigung aus wichtigem Grund (siehe Abschnitt IV.2.1.7), ist die TLG IMMOBILIEN AG gemäß § 3 Abs. 3 des Beherrschungsvertrags zeitanteilig zur Übernahme eines etwaigen Jahresfehlbetrags der WCM AG verpflichtet, wie er sich aus einer auf den Tag des Wirksamwerdens der Beendigung zu erstellenden Stichtagsbilanz ergibt.

2.1.4 Ausgleich in Form einer Garantiedividende (§ 4 des Beherrschungsvertrags)

Mit Wirksamwerden des Beherrschungsvertrags entsteht gemäß § 304 Abs. 1 Satz 2 AktG die Pflicht zur Ausgleichsleistung zugunsten der Außenstehenden WCM-Aktionäre. Zur Erfüllung dieser Pflicht garantiert die TLG IMMOBILIEN AG den Außenstehenden WCM-Aktionären gemäß § 4 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags die Leistung einer jährlichen festen Ausgleichszahlung in Form einer Garantiedividende für die Dauer des Beherrschungsvertrags, erstmals für das Geschäftsjahr der WCM AG, in dem der Beherrschungsvertrag nach § 6 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags wirksam wird.

2.1.4.1 Art und Höhe des Ausgleichs

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

(a) Rechtliche Grundlagen

Ein Beherrschungsvertrag muss für die außenstehenden Aktionäre der WCM AG einen angemessenen Ausgleich in Form einer angemessenen Garantiedividende vorsehen (§ 304 Abs. 1 Satz 2 AktG). Die Höhe der Garantiedividende bestimmt sich nach den für den Ausgleich bei Gewinnabführungsverträgen geltenden Regeln. Das Aktiengesetz unterscheidet zwei Arten von Ausgleichsleistungen (siehe nachfolgend unter Abschnitt IV.2.1.4.1(b) und IV.2.1.4.1(c)).

(b) Fester Ausgleich in Form einer Garantiedividende

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

(c) Variabler Ausgleich in Form einer Garantiedividende

Wenn das herrschende Unternehmen eine Aktiengesellschaft, eine Kommanditgesellschaft auf Aktien oder eine Europäische Aktiengesellschaft (*Societas Europaea*) ist, können als Ausgleich stattdessen auch variable, am ausgeschütteten Gewinn des anderen Vertragsteils orientierte Ausgleichsleistungen zugesichert werden. Die variable Ausgleichsleistung muss dann dem Betrag entsprechen, der unter Herstellung eines angemessenen Umrechnungsverhältnisses auf Aktien des herrschenden Unternehmens jeweils als Gewinnanteil entfällt (§ 304 Abs. 2 Satz 2 und 3 AktG).

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

2.1.4.2 Gründe für die Bestimmung eines festen Ausgleichs

Der Beherrschungsvertrag bestimmt die Leistung einer festen jährlichen Ausgleichszahlung in Form einer Garantiedividende. Zwar wäre es rechtlich zulässig gewesen, den Außenstehenden WCM-Aktionären einen variablen Ausgleich zuzusichern. Die Vertragsparteien haben jedoch eine feste jährliche Ausgleichszahlung in Form einer Garantiedividende vereinbart, da dies den Außenstehenden WCM-Aktionären die höchstmögliche Flexibilität bietet. Sie können sich zum einen entscheiden, in der WCM AG zu verbleiben und damit weiterhin allein von der Dividendenpolitik der WCM AG abhängig zu sein. Zum anderen können sie aber auch ihre WCM-Aktien gegen Abfindungsaktien tauschen (siehe Abschnitt IV.2.1.5) und damit fortan von der Dividendenpolitik der TLG IMMOBILIEN AG profitieren.

Bei der Wahl eines variablen Ausgleichs erhielten die in der WCM AG verbleibenden Außenstehenden WCM-Aktionäre hingegen einen Gewinnanteil garantiert, der unter Herstellung eines angemessenen Umrechnungsverhältnisses auf Aktien der TLG IMMOBILIEN AG jeweils als Anteil am tatsächlich ausgeschütteten Gewinn entfällt. Damit unterlägen nicht nur die Ausschüttungen der TLG IMMOBILIEN AG, sondern auch die zu zahlende Garantiedividende jährlichen Schwankungen. Die in der WCM AG verbleibenden Außenstehenden WCM-Aktionäre wären damit von der Dividendenpolitik beider Vertragsparteien abhängig.

Ein variabler Ausgleich hinge außerdem von der Dividenden- und Thesaurierungspolitik der TLG IMMOBILIEN AG ab. Da die feste Garantiedividende nicht von den tatsächlichen Ausschüttungen der TLG IMMOBILIEN AG abhängig ist, ist sie für die in der WCM AG verbleibenden Außenstehenden WCM-Aktionären transparent hinsichtlich des Mindestbetrags der zukünftigen Ausschüttungen. Diese Transparenz bietet den in der WCM AG verbleibenden Außenstehenden WCM-Aktionären zugleich Planungssicherheit.

Ob die Außenstehenden WCM-Aktionäre sich für den Verbleib in der WCM AG entscheiden und fortan eine feste Garantiedividende beziehen oder ob sie das Abfindungsangebot der TLG IMMOBILIEN AG (siehe Abschnitt IV.2.1.5) annehmen, ist ihre individuelle Entscheidung. Die Vertragsparteien weisen ausdrücklich darauf hin, dass sie ausgehend von den Dividendenzahlungen beider Vertragsparteien der letzten Jahre davon ausgehen, dass aufgrund der gegenwärtigen und erwarteten zukünftigen Ertragskraft und Dividendenpolitik der TLG IMMOBILIEN AG bei einem Tausch von WCM-Aktien gegen Abfindungsaktien im Rahmen des Abfindungsangebots (siehe Abschnitt IV.2.1.5) der Anteil am Gewinn der TLG IMMOBILIEN AG kurz-, mittel- und/oder langfristig betragsmäßig höher

ausfallen könnte als die auf diese WCM-Aktien entfallende Garantiedividende beim Verbleib in der WCM AG.

2.1.4.3 Höhe des festen Ausgleichs in Form einer Garantiedividende

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

Nach § 4 des Beherrschungsvertrags gewährt die TLG IMMOBILIEN AG den Außenstehenden WCM-Aktionären für die Dauer des Beherrschungsvertrags für die Geschäftsjahre, in denen der Beherrschungsvertrag wirksam ist, eine jährliche feste Garantiedividende. Die Höhe sowie die Ermittlung der angemessenen Garantiedividende sind im Folgenden, sowie in Abschnitt IV.3.2 näher erläutert und begründet.

(a) Höhe des Ausgleichs

Für die Außenstehenden WCM-Aktionäre sieht der Beherrschungsvertrag für die Dauer des Beherrschungsvertrags eine jährliche feste Garantiedividende in Höhe von EUR 0,11 (dies entspricht einem Betrag von EUR 0,13 vor jeweils aktueller Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) je WCM-Aktie für jedes volle Geschäftsjahr der WCM AG vor, erstmals für das Geschäftsjahr, in dem der Beherrschungsvertrag gemäß § 6 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags wirksam wird. Soweit die für ein Geschäftsjahr durch die von der WCM AG gezahlte Dividende (einschließlich eventueller Abschlagszahlungen) je WCM-Aktie hinter der Garantiedividende zurückbleibt, wird die TLG IMMOBILIEN AG jedem Außenstehenden WCM-Aktionär den entsprechenden Differenzbetrag je WCM-Aktie zahlen.

(b) Anpassungsmechanismus für den Ausgleich

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

Ausgehend von der vorstehend dargestellten Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs ist als feste Ausgleichszahlung in Form einer Garantiedividende ein Bruttogewinnanteil je WCM-Aktie vorzusehen („**Bruttoausgleichsbetrag**“), von dem die Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz abzusetzen ist („**Nettoausgleichsbetrag**“). Hiermit wird erreicht, dass eine etwaige Änderung des Körperschaftsteuersatzes bzw. des Solidaritätszuschlags unmittelbar eine entsprechende Anpassung des Nettoausgleichsbetrags zur Folge hat. Die in § 4 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags getroffene Bestimmung sieht dementsprechend eine im Hinblick auf Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag variable Regelung vor.

Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt der Unterzeichnung des Beherrschungsvertrags und dieses Vertragsberichts sind vom Bruttoausgleichsbetrag in Höhe von EUR 0,13 je WCM-Aktie aktuell 15,0 % Körperschaftsteuer zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag, das sind insgesamt rund EUR 0,02 je WCM-Aktie, abzuziehen. Daraus ergibt sich nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt der Unterzeichnung des Beherrschungsvertrags und dieses Vertragsberichts ein

Nettoausgleichsbetrag in Höhe von EUR 0,11 je WCM-Aktie für jedes volle Geschäftsjahr.

Der Mechanismus der möglichen Anpassung der Garantiedividende bei zukünftigen Änderungen des Steuersatzes soll an folgendem Beispiel erläutert werden: Wird die Körperschaftsteuer um fünf Prozentpunkte (von 15,0 % auf 10,0 %) gesenkt, so führt die in § 4 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags vorgesehene Regelung dazu, dass sich der Abzugsposten von derzeit rund EUR 0,020572 je WCM-Aktie für Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag um einen Betrag von rund EUR 0,0006857 (5,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag darauf, zusammen 5,05275 % des Bruttoausgleichsbetrags) auf rund EUR 0,001371 reduziert. Dadurch erhöht sich der Nettoausgleichsbetrag von EUR 0,11 je WCM-Aktie um einen Betrag von EUR 0,01 auf EUR 0,12 je WCM-Aktie. Umgekehrt führt eine Erhöhung der Körperschaftsteuer um fünf Prozentpunkte dazu, dass sich der Abzugsposten von derzeit rund EUR 0,020572 je WCM-Aktie für Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag um einen Betrag von rund EUR 0,0006857 (5,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag darauf, zusammen 5,05275 % des Bruttoausgleichsbetrags) auf rund EUR 0,002743 erhöht. Dadurch verringert sich der Nettoausgleichsbetrag von EUR 0,11 je WCM-Aktie um einen Betrag von EUR 0,01 auf rund EUR 0,10 je WCM-Aktie.

Nach § 4 Abs. 2 Satz 4 des Beherrschungsvertrags gilt, dass vom Nettoausgleichsbetrag, soweit gesetzlich vorgeschrieben, die gegebenenfalls anfallenden Quellensteuern (wie etwa Kapitalertragsteuer) einbehalten werden. Dies gilt auch für den als Ergänzungsabgabe erhobenen Solidaritätszuschlag und eine gegebenenfalls zu erhebende Kirchensteuer (siehe Abschnitte IV.2.3.3.1 und IV.2.3.3.2).

2.1.4.4 Sonstige Erläuterungen zu § 4 des Beherrschungsvertrags

Die Garantiedividende wird erstmals für das gesamte Geschäftsjahr der WCM AG gewährt, in dem der Beherrschungsvertrag gemäß § 6 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags wirksam wird (§ 4 Abs. 1 Satz 1 des Beherrschungsvertrags). Wird der Beherrschungsvertrag vor dem 31. Dezember 2017 wirksam, besteht die Ausgleichsverpflichtung also ab dem 1. Januar 2017 für das zum 31. Dezember 2017 endende Geschäftsjahr. Wird der Beherrschungsvertrag nach dem 31. Dezember 2017 und bis zum 31. Dezember 2018 wirksam, besteht die Ausgleichsverpflichtung ab dem 1. Januar 2018 für das zum 31. Dezember 2018 endende Geschäftsjahr. Wenn der Beherrschungsvertrag erst in einem späteren Geschäftsjahr wirksam wird, gilt die Ausgleichsverpflichtung erst für das betreffende spätere Geschäftsjahr.

Falls der Beherrschungsvertrag im Laufe eines Geschäftsjahres der WCM AG endet oder ein Ausgleich für ein weniger als zwölf Monate dauerndes Rumpfgeschäftsjahr zu leisten ist, vermindert sich die Garantiedividende für dieses Geschäftsjahr zeitanteilig (§ 4 Abs. 1 Satz 2 des Beherrschungsvertrags). Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass der festgesetzte Betrag der Garantiedividende auf einen Zeitraum von zwölf Monaten, also ein volles Geschäftsjahr, bemessen ist.

Die Vertragsparteien gehen nach der derzeitigen Rechtsprechung davon aus, dass die eventuell erforderliche Ausgleichszahlung grundsätzlich mit dem Ende der auf ein Geschäftsjahr folgenden ordentlichen Hauptversammlung der WCM AG fällig ist.

§ 4 Abs. 3 Satz 1 des Beherrschungsvertrags regelt die Anpassung des Bruttoausgleichsbetrags im Falle einer Kapitalerhöhung der WCM AG aus Gesellschaftsmitteln. Wenn bei einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln neue WCM-Aktien ausgegeben werden, vermindert sich der Bruttoausgleichsbetrag je WCM-Aktie in dem Umfang, dass der Gesamtbetrag des Bruttoausgleichsbetrags unverändert bleibt. Die durch eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln bedingte Änderung der Anzahl der WCM-Aktien, die ein Außenstehender WCM-Aktionär hält, lässt also in diesem Fall den Gesamtbetrag der Garantiedividende, auf die dieser Außenstehende WCM-Aktionär einen Anspruch hat, unberührt. Dies ist geboten, da eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, also die Umwandlung von Gewinn- oder bestimmten Kapitalrücklagen in Grundkapital, keinen Einfluss auf den Wert und die Ertragskraft der WCM AG hat, und weil die neuen WCM-Aktien aus der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln ohne Gegenleistung an die Aktionäre der WCM AG ausgegeben werden. Dies entspricht im Übrigen auch der gesetzlichen Regelung des § 216 Abs. 3 AktG, wonach der wirtschaftliche Inhalt vertraglicher Beziehungen der Gesellschaft

zu Dritten durch die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln nicht berührt wird. Wenn im Rahmen der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln keine neuen WCM-Aktien ausgegeben werden, ist eine Anpassung des Bruttoausgleichsbetrags nicht erforderlich.

Wird das Grundkapital der WCM AG durch Ausgabe neuer WCM-Aktien gegen Bar- oder Sacheinlagen erhöht, erstreckt sich der Anspruch auf die Garantiedividende auch auf die im Zuge der Kapitalerhöhung neu entstehenden WCM-Aktien. Durch § 4 Abs. 3 Satz 2 des Beherrschungsvertrags ist sichergestellt, dass bei derartigen Erhöhungen des Grundkapitals der WCM AG nicht nur die Ausgleichsansprüche der bisherigen Außenstehenden WCM-Aktionäre unberührt bleiben, sondern auch neu hinzutretende Außenstehende WCM-Aktionäre gleich behandelt werden.

§ 4 Abs. 4 des Beherrschungsvertrags dient dem Schutz und der gleichmäßigen Behandlung aller Außenstehenden WCM-Aktionäre. Macht ein Außenstehender WCM-Aktionär geltend, dass die angebotene Ausgleichsleistung zu gering bemessen ist, kann er bei Gericht in einem Spruchverfahren nach § 1 Nr. 1 des Spruchverfahrensgesetzes („**SpruchG**“) beantragen, dass das Gericht den angemessenen Ausgleich bestimmt. Die Bestimmung in § 4 Abs. 4 Satz 1 des Beherrschungsvertrags gewährt allen Außenstehenden WCM-Aktionären für den Fall eines etwaigen Spruchverfahrens einen Anspruch auf Ergänzung der Garantiedividende, wenn das Gericht rechtskräftig eine höhere Garantiedividende festsetzt. Gleiches gilt gemäß § 4 Abs. 4 Satz 2 des Beherrschungsvertrags, wenn sich die TLG IMMOBILIEN AG gegenüber einem Außenstehenden WCM-Aktionär in einem Vergleich zur Abwendung oder zur Beendigung eines Verfahrens nach § 1 Nr. 1 SpruchG zur Zahlung einer höheren Garantiedividende verpflichtet. Diese Ansprüche bestehen auch für diejenigen Außenstehenden WCM-Aktionäre, die zwischenzeitlich das Abfindungsangebot gemäß § 5 des Beherrschungsvertrags angenommen haben (siehe Abschnitt IV.2.1.5.5). Diese Ansprüche bestehen ferner unabhängig davon, ob der betreffende Außenstehende WCM-Aktionär an einem etwaigen Spruchverfahren beteiligt war (§ 13 Satz 2 SpruchG).

2.1.5 Abfindung (§ 5 des Beherrschungsvertrags)

2.1.5.1 Art der Abfindungsleistung

Neben der Verpflichtung zur Ausgleichsleistung nach § 304 AktG muss der Beherrschungsvertrag auch die Verpflichtung der TLG IMMOBILIEN AG als herrschendem Unternehmen enthalten, auf Verlangen eines Außenstehenden WCM-Aktionärs dessen WCM-Aktien gegen eine im Beherrschungsvertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben (§ 305 Abs. 1 AktG).

Nach § 305 Abs. 2 Nr. 1 AktG muss der Beherrschungsvertrag als Abfindung die Gewährung von Aktien der herrschenden Gesellschaft vorsehen, wenn die herrschende Gesellschaft eine nicht abhängige und nicht in Mehrheitsbesitz stehende Aktiengesellschaft, Kommanditgesellschaft auf Aktien oder Europäische Aktiengesellschaft (*Societas Europaea*) mit Sitz in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum ist.

Da die TLG IMMOBILIEN AG eine nicht abhängige und nicht in Mehrheitsbesitz stehende Aktiengesellschaft ist, bietet sie den Außenstehenden WCM-Aktionären, die anlässlich des Beherrschungsvertrags ausscheiden wollen, entsprechend dieser gesetzlichen Regelung im Beherrschungsvertrag eine Abfindung in Aktien der TLG IMMOBILIEN AG an („**Abfindungsangebot**“).

Die für das Abfindungsangebot erforderlichen Abfindungsaktien werden im Rahmen einer Kapitalerhöhung der TLG IMMOBILIEN AG aus bedingtem Kapital gegen Einlage der im Rahmen des Abfindungsangebots eingereichten WCM-Aktien geschaffen und ausgegeben.

Zu diesem Zweck schlagen Vorstand und Aufsichtsrat der TLG IMMOBILIEN AG gemäß Hauptversammlungseinladung vom heutigen Tage der außerordentlichen Hauptversammlung am 22. November 2017 vor, das Grundkapital der TLG IMMOBILIEN AG um bis zu EUR 5.000.000,00 durch Ausgabe von bis zu 5.000.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der TLG IMMOBILIEN AG von jeweils EUR 1,00 bedingt zu erhöhen (Bedingtes Kapital 2017/III). Die bedingte Kapitalerhöhung dient dem Zweck der Gewährung einer Abfindung in Aktien der TLG IMMOBILIEN AG an die Außenstehenden WCM-Aktionäre gemäß den Bestimmungen des Beherrschungsvertrags zu dem in § 5 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags bestimmten bzw. einem gemäß § 5 Abs. 4 oder § 5 Abs. 5 des Beherrschungsvertrags angepassten Umtauschverhältnis.

Soweit im Rahmen eines nach § 5 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags durchgeführten Ausgleichs für Spitzen auf neue Aktien der TLG IMMOBILIEN AG („Aktienspitzen“) an einem Liefertermin trotz Zusammenlegung keine vollen Aktienrechte entstehen, werden die übrigen Teilrechte in bar ausgeglichen (siehe Abschnitt IV.2.1.5.3).

In Bezug auf die Dividendenberechtigung der neuen Aktien ist für den Fall, dass Außenstehende WCM-Aktionäre ihre WCM-Aktien vor Bezug einer Dividende und/oder Leistung aufgrund der Garantiedividende auf ihre WCM-Aktien für das zum 31. Dezember 2017 endende Geschäftsjahr bzw. für nachfolgende Geschäftsjahre in Abfindungsaktien tauschen, vorgesehen, ihnen – soweit rechtlich und tatsächlich möglich – jeweils Abfindungsaktien zu gewähren, die vom Beginn des letzten abgelaufenen Geschäftsjahrs vor ihrer Entstehung am Gewinn teilnehmen (§ 5 Abs. 1 Satz 2 des Beherrschungsvertrags). Sofern Außenstehende WCM-Aktionäre ihre WCM-Aktien nach Bezug einer Dividende und/oder Leistung aufgrund der Garantiedividende auf ihre WCM-Aktien für das zum 31. Dezember 2017 endende Geschäftsjahr 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, ist vorgesehen, ihnen jeweils Abfindungsaktien zu gewähren, die vom Beginn des Geschäftsjahrs an, in dem sie entstehen, am Gewinn teilnehmen (§ 5 Abs. 1 Satz 3 des Beherrschungsvertrags).

2.1.5.2 Höhe der Abfindung

Die TLG IMMOBILIEN AG bietet den Außenstehenden WCM-Aktionären, die aus Anlass des Beherrschungsvertrags aus der Gesellschaft ausscheiden möchten, gemäß § 305 Abs. 1, Abs. 2 Nr. 1 AktG eine Abfindung in Aktien der TLG IMMOBILIEN AG an. Im Rahmen dieser Abfindung erhalten die Außenstehenden WCM-Aktionäre gemäß § 5 Abs. 1 Satz 1 des Beherrschungsvertrags für je 23 WCM-Aktien 4 Abfindungsaktien (siehe Abschnitt IV.3). Die Abfindung kann sich möglicherweise erhöhen, sofern eine solche höhere Abfindung in einem Verfahren nach dem SpruchG gerichtlich oder auf andere Weise bestimmt wird. Einzelheiten zur Höhe und Ermittlung der angemessenen Abfindung in Aktien sind in Abschnitt IV.3 und zu einer möglichen Erhöhung der Abfindung in Aktien in Abschnitt IV.2.1.5.5 erläutert).

2.1.5.3 Ausgleich für Spitzenbeträge

§ 305 Abs. 3 Satz 1 AktG bestimmt, dass Spitzenbeträge in bar ausgeglichen werden können. § 5 Abs. 2 Satz 1 des Beherrschungsvertrags konkretisiert diese gesetzliche Vorschrift dahingehend, dass für einen Barausgleich zunächst für sämtliche Aktien, die an einem Liefertermin ausgegeben werden, auf einzelne Aktionäre entfallende Aktienspitzen zu vollen Aktienrechten zusammengelegt und die daraus bezogenen Abfindungsaktien börslich veräußert werden; die Inhaber von Aktienspitzen erhalten einen Barausgleich durch Gutschrift des ihren Aktienspitzen entsprechenden Anteils am 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) in Frankfurt am Main zwei Tage vor der jeweiligen Gutschrift des Barausgleichs (§ 5 Abs. 2 Satz 2 des Beherrschungsvertrags). Die vereinbarte Art der Berechnung des Barausgleichs hat für die Außenstehenden WCM-Aktionäre den Vorteil, dass ihnen auch in Bezug auf ihre nach Zusammenlegung noch fortbestehenden Aktienspitzen eine Abfindung in Höhe des im Zeitpunkt der Andienung bestehenden Gegenwerts gewährt wird. Auf diesem Wege wird eine Gleichbehandlung aller Außenstehenden WCM-Aktionäre sichergestellt, deren Aktienspitzen zu einem bestimmten Liefertermin ausgeglichen werden.

2.1.5.4 Frist zur Annahme des Abfindungsangebots

Die Verpflichtung der TLG IMMOBILIEN AG zum Erwerb der von den Außenstehenden WCM-Aktionären gehaltenen WCM-Aktien gegen Gewährung von Abfindungsaktien ist gemäß § 5 Abs. 3 Satz 1 des Beherrschungsvertrags befristet. Die Frist endet gemäß § 5 Abs. 3 Satz 2 des Beherrschungsvertrags zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens des Beherrschungsvertrags im Handelsregister des Sitzes der WCM AG nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Die Befristung des Abfindungsangebots ist gemäß § 305 Abs. 4 AktG ausdrücklich zulässig und in der Praxis üblich. Die Regelung einer Zweimonatsfrist entspricht der gesetzlichen Regelung nach § 305 Abs. 4 Satz 2 AktG. Die Rechte der Außenstehenden WCM-Aktionäre nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG bleiben unberührt (siehe sogleich).

Nach den derzeitigen rechtlichen Vorgaben können Außenstehende WCM-Aktionäre gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 1 SpruchG binnen drei Monaten seit dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens des Beherrschungsvertrags im Handelsregister des Sitzes der WCM AG nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist, einen Antrag auf gerichtliche Entscheidung über die zu gewährende Abfindung stellen. § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG bestimmt, dass die Frist zum Tausch von WCM-Aktien gegen Abfindungsaktien im Falle eines Antrags auf gerichtliche Bestimmung der Ausgleichsleistungen oder der Abfindung frühestens zwei Monate nach dem Tag endet, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag eines Aktionärs im Bundesanzeiger bekanntgemacht worden ist. § 5 Abs. 3 Satz 3 des Beherrschungsvertrags stellt klar, dass diese gesetzliche Regelung uneingeschränkt gilt. Wenn ein Spruchverfahren eingeleitet wird, können die Außenstehenden WCM-Aktionäre ihre Aktien bis zum Ablauf von zwei Monaten nach dem Tag, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag eines Außenstehenden WCM-Aktionärs im Bundesanzeiger bekannt gemacht worden ist, andienen und gegen Abfindungsaktien tauschen („**Gesetzliche Andienungsfrist**“).

Die Erklärung der Außenstehenden WCM-Aktionäre, das Abfindungsangebot in Abfindungsaktien annehmen zu wollen bzw. ihre Aktien anzudienen, muss innerhalb der wie vorstehend erläutert zu bestimmenden Frist (einschließlich der Gesetzlichen Andienungsfrist) zugehen. Nach Ablauf der Frist ist eine Annahme des Abfindungsangebots nicht mehr möglich.

2.1.5.5 Sonstige Angaben zu § 5 des Beherrschungsvertrags

§ 5 Abs. 4 des Beherrschungsvertrags trägt einer Durchführung von Kapitalmaßnahmen durch die WCM AG vor Verstreichen der Fristen nach § 5 Abs. 3 des Beherrschungsvertrags Rechnung. Erfolgen solche Kapitalmaßnahmen innerhalb dieser Fristen, kommt es zu einer Anpassung der Abfindung entsprechend der Anpassung der Garantiedividende nach § 4 des Beherrschungsvertrags (siehe Abschnitt IV.2.1.4.4).

§ 5 Abs. 5 des Beherrschungsvertrags dient wiederum dem Schutz und der gleichmäßigen Behandlung aller Außenstehenden WCM-Aktionäre. Die Bestimmung gewährt allen Außenstehenden WCM-Aktionären für den Fall eines etwaigen Spruchverfahrens nach § 1 Nr. 1 SpruchG einen Anspruch auf Ergänzung der Abfindung, wenn das Gericht rechtskräftig eine höhere Abfindung festsetzt oder wenn sich die TLG IMMOBILIEN AG gegenüber einem Außenstehenden WCM-Aktionär in einem Vergleich zur Abwendung oder zur Beendigung eines Verfahrens nach § 1 Nr. 1 SpruchG zu einer höheren Abfindung verpflichtet. Dieser Anspruch besteht auch dann, wenn der Außenstehende WCM-Aktionär bereits abgefunden worden ist, und zwar

unabhängig davon, ob der Außenstehende WCM-Aktionär an einem etwaigen Spruchverfahren beteiligt war.

Gemäß § 5 Abs. 6 des Beherrschungsvertrags ist die Annahme des Abfindungsangebots für die Außenstehenden WCM-Aktionäre kostenfrei, soweit diese über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen. Dadurch wird sichergestellt, dass insoweit die Außenstehenden WCM-Aktionäre nicht mit Spesen, Provisionen oder sonstigen Bearbeitungsgebühren der Banken belastet werden. Davon unberührt bleiben Steuern, die auf einen etwaigen Veräußerungsgewinn bei einem Außenstehenden WCM-Aktionär anfallen. Diese sind von dem jeweiligen Außenstehenden WCM-Aktionär selbst zu tragen. Zu den steuerlichen Auswirkungen für die Außenstehenden WCM-Aktionäre wird auf den Abschnitt IV.2.3.3 verwiesen.

2.1.6 Wirksamkeit (§ 6 des Beherrschungsvertrags)

In Übereinstimmung mit den gesetzlichen Zustimmungserfordernissen gemäß § 293 Abs. 1 und Abs. 2 AktG bedarf der Beherrschungsvertrag der Zustimmung der Hauptversammlungen der Vertragsparteien (§ 6 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags). Die außerordentliche Hauptversammlung der WCM AG soll am 17. November 2017 über die Zustimmung zum Beherrschungsvertrag Beschluss fassen. Die außerordentliche Hauptversammlung der TLG IMMOBILIEN AG soll am 22. November 2017 über die Zustimmung zum Beherrschungsvertrag Beschluss fassen.

Aufgrund der gesetzlichen Anordnung des § 294 Abs. 2 AktG wird der Beherrschungsvertrag ferner erst mit seiner Eintragung in das Handelsregister am Sitz der WCM AG wirksam (§ 6 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags).

Das Leitungs- und Weisungsrecht besteht ab Eintragung des Beherrschungsvertrags. Die Verlustausgleichsverpflichtung gemäß § 3 des Beherrschungsvertrags gilt erstmals für das gesamte Geschäftsjahr der WCM AG, in dem der Beherrschungsvertrag wirksam wird. Erfolgen die hierzu erforderliche Zustimmung der Hauptversammlungen der Vertragsparteien sowie die Eintragung des Beherrschungsvertrags im Handelsregister des Sitzes der WCM AG während des zum 31. Dezember 2017 endenden Geschäftsjahres, so gilt die Verlustausgleichsverpflichtung für das gesamte zum 31. Dezember 2017 endende Geschäftsjahr der WCM AG. Etwas anderes gilt, wenn der Beherrschungsvertrag erst nach dem 31. Dezember 2017 oder nach dem entsprechenden Datum eines Folgejahres in das Handelsregister des Sitzes der WCM AG eingetragen werden sollte. Dann besteht die Verlustausgleichspflicht erst für das Geschäftsjahr, in dem der Beherrschungsvertrag eingetragen wird.

2.1.7 Vertragsdauer, Kündigung (§ 7 des Beherrschungsvertrags)

Der Beherrschungsvertrag ist auf unbestimmte Zeit geschlossen (§ 7 Abs. 1 Satz 1 des Beherrschungsvertrags) und kann gemäß § 7 Abs. 1 Satz 2 des Beherrschungsvertrags von beiden Vertragsparteien ordentlich mit einer Frist von drei Monaten zum Ende eines jeden Geschäftsjahrs der WCM AG gekündigt werden.

Gemäß § 7 Abs. 2 Satz 1 des Beherrschungsvertrags kann der Beherrschungsvertrag im Übrigen von jeder Vertragspartei bei Vorliegen eines wichtigen Grundes ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist gekündigt werden. Bei einer fristlosen Kündigung aus wichtigem Grund endet der Beherrschungsvertrag mit dem Ablauf des in der Kündigung genannten Tages, frühestens jedoch mit dem Ablauf des Tages, an dem die Kündigung zugeht (§ 7 Abs. 3 des Beherrschungsvertrags). Das Kündigungsrecht aus wichtigem Grund besteht kraft Gesetzes und kann vertraglich nicht ausgeschlossen werden. Ein wichtiger Grund zur Kündigung liegt vor, wenn unter Abwägung aller Umstände dem kündigungswilligen Vertragsteil eine Fortsetzung des Vertragsverhältnisses nicht mehr zugemutet werden kann. So kann beispielsweise eine Verschlechterung der Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage der WCM AG die TLG IMMOBILIEN AG zur Kündigung berechtigen, wenn die Risiken für die TLG IMMOBILIEN AG nicht mehr tragbar sind und die Situation nicht von ihr zu vertreten ist. Umgekehrt kann die WCM AG aus wichtigem Grund kündigen, wenn die TLG IMMOBILIEN AG nicht in der Lage ist, ihre aufgrund des Beherrschungsvertrags bestehenden Verpflichtungen (Verlustübernahme, Ausgleichsleistungen und Abfindung) zu erfüllen.

Nach § 7 Abs. 2 Satz 2 des Beherrschungsvertrags gelten als wichtige Gründe insbesondere:

- ein Vorgang, der zur Folge hat, dass der TLG IMMOBILIEN AG nicht mehr direkt die Mehrheit der Stimmrechte aus den WCM-Aktien zusteht oder sie sich vertraglich verpflichtet hat, WCM-Aktien auf einen Dritten zu übertragen, sodass ihr mit dem bevorstehenden, gegebenenfalls noch von externen Bedingungen abhängenden Vollzug des Vertrags die Mehrheit der Stimmrechte aus den WCM-Aktien nicht mehr direkt zusteht;

- das Zustandekommen eines kombinierten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags oder eines isolierten Gewinnabführungsvertrags zwischen den Vertragsparteien 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);
- eine Änderung steuerrechtlicher Normen oder der Rechtsprechung, sofern das Bestehen oder Nichtbestehen eines Organschaftsverhältnisses zwischen den Vertragsparteien hiervon betroffen ist; oder
- die Umwandlung einer Vertragspartei, insbesondere durch Spaltung, Verschmelzung oder Formwechsel.

Der in der vorstehenden Aufzählung zuerst genannte Kündigungsgrund ermöglicht in seiner ersten Alternative eine Kündigung insbesondere bereits dann, wenn die TLG IMMOBILIEN AG von ihr gehaltene WCM-Aktien an eine Konzerngesellschaft von TLG überträgt und die TLG IMMOBILIEN AG dadurch die Mehrheit der Stimmrechte aus den WCM-Aktien verliert.

Der zweite Kündigungsgrund dient der Flexibilität der Vertragsparteien, wenn ein Gewinnabführungsvertrag zwischen der WCM AG einerseits und der TLG IMMOBILIEN AG oder einem von der TLG IMMOBILIEN AG abhängigen Unternehmen andererseits (mit Ausnahme der von der WCM AG abhängigen Unternehmen) geschlossen wird.

Der Abschluss des Beherrschungsvertrags dient aus steuerlicher Sicht der dauerhaften organisatorischen Eingliederung der WCM AG in die TLG IMMOBILIEN AG im Rahmen der umsatzsteuerlichen Organschaft. Sofern das Bestehen oder Nichtbestehen eines Organschaftsverhältnisses zwischen beiden Vertragsparteien hiervon betroffen ist, sind die Vertragsparteien nach § 7 Abs. 2 Satz 2 c) des Beherrschungsvertrags bei einer Änderung steuerrechtlicher Normen oder der Rechtsprechung zur Kündigung berechtigt.

Schließlich gilt als wichtiger Grund nach § 7 Abs. 2 Satz 2 d) des Beherrschungsvertrags außerdem die Umwandlung der WCM AG oder der TLG IMMOBILIEN AG, insbesondere durch Spaltung, Verschmelzung oder Formwechsel. Dabei handelt es sich um derart fundamentale Maßnahmen, dass den Vertragsparteien nicht zugemutet werden soll, bis zum Ablauf der ordentlichen Kündigungsfrist am Beherrschungsvertrag festzuhalten.

Bei einer Beendigung des Beherrschungsvertrags findet die gesetzliche Regelung des § 303 AktG Anwendung (§ 7 Abs. 4 des Beherrschungsvertrags): Endet ein Beherrschungsvertrag, hat das herrschende Unternehmen Gläubigern der beherrschten Gesellschaft Sicherheit zu leisten, wenn sie sich binnen sechs Monaten nach der Bekanntmachung der Eintragung zu diesem Zweck bei dem herrschenden Unternehmen melden. Diese Verpflichtung besteht nach § 303 Abs. 1 und 2 AktG allerdings nur gegenüber solchen Gläubigern, deren Forderungen begründet wurden, bevor die Eintragung der Beendigung eines Beherrschungsvertrags in das Handelsregister nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist, und die im Falle eines Insolvenzverfahrens kein Recht auf vorzugsweise Befriedigung aus einer Deckungsmasse haben, die nach gesetzlicher Vorschrift zu ihrem Schutz errichtet und staatlich überwacht ist. Das herrschende Unternehmen kann sich für die Forderung verbürgen, statt Sicherheit zu leisten, wobei § 349 HGB über den Ausschluss der Einrede der Vorausklage in diesem Fall nicht anzuwenden ist (§ 303 Abs. 3 AktG).

Jede Kündigungserklärung bedarf der Schriftform (§ 7 Abs. 5 des Beherrschungsvertrags).

2.1.8 Schlussbestimmungen (§ 8 des Beherrschungsvertrags)

§ 8 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags bestimmt, dass der Beherrschungsvertrag ausschließlich deutschem Recht unterliegt, unter Ausschluss des internationalen Privatrechts.

Nach § 8 Abs. 2 Satz 1 des Beherrschungsvertrags bedürfen Änderungen und Ergänzungen des Beherrschungsvertrags der Schriftform. Das Schriftformerfordernis gilt dabei auch für Änderungen oder Ergänzungen der Schriftformklausel in § 8 Abs. 2 Satz 1 des Beherrschungsvertrags (§ 8 Abs. 2 Satz 2 des Beherrschungsvertrags). Davon unberührt sind die Voraussetzungen für eine Änderung des Beherrschungsvertrags, die sich aus einer Anwendung des § 295 AktG ergeben.

§ 8 Abs. 3 des Beherrschungsvertrags (sogenannte salvatorische Klausel) stellt die Aufrechterhaltung des wesentlichen Gehalts des Beherrschungsvertrags sicher, falls sich einzelne Vertragsbestimmungen wider Erwarten als ganz oder teilweise unwirksam, undurchführbar oder lückenhaft erweisen sollten.

§ 8 Abs. 4 des Beherrschungsvertrags stellt klar, dass der Beherrschungsvertrag gegenüber in der Vergangenheit zwischen den Vertragsparteien geschlossenen Rechtsgeschäften und Vereinbarungen, oder solchen, die in Zukunft möglicherweise geschlossen werden, rechtlich eigenständig ist und keine rechtliche Einheit im Sinne von § 139 BGB mit solchen Rechtsgeschäften und Vereinbarungen bildet.

§ 8 Abs. 5 des Beherrschungsvertrags bestimmt, soweit rechtlich zulässig, Frankfurt am Main zum Erfüllungsort für die beiderseitigen Verpflichtungen aus dem Beherrschungsvertrag und zum ausschließlichen Gerichtsstand für sämtliche Streitigkeiten aus dem Beherrschungsvertrag. Durch diese Regelungen wird sichergestellt, dass die Gerichte am Sitz der WCM AG zur Entscheidung über Streitigkeiten im Zusammenhang mit der Auslegung dieses Vertrags berufen sind.

2.2 *Abfindungsaktien der TLG IMMOBILIEN AG und banktechnische Abwicklung der Abfindung und Ausgleichszahlung*

Die Abfindungsaktien wird die TLG IMMOBILIEN AG nach derzeitigem Sachstand ausschließlich im Wege einer bedingten Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage und unter Ausschluss des gesetzlichen Bezugsrechts der Aktionäre schaffen. Zu diesem Zweck soll die Hauptversammlung der TLG IMMOBILIEN AG über die Schaffung eines neuen Bedingten Kapitals 2017/III im Rahmen der außerordentlichen Hauptversammlung beschließen, die auch über die Zustimmung zum Beherrschungsvertrag entscheidet (siehe Abschnitt III.2.5.6).

Als Sacheinlage sollen die im Rahmen des Abfindungsangebots durch die Außenstehenden WCM-Aktionäre eingereichten WCM-Aktien in die TLG IMMOBILIEN AG eingebracht werden. Die Außenstehenden WCM-Aktionäre erhalten im Gegenzug für diese Aktien die Abfindungsaktien.

Die TLG IMMOBILIEN AG wird die Deutsche Bank Aktiengesellschaft als Abwicklungsstelle („**Abwicklungsstelle**“) mit der wertpapiertechnischen Abwicklung der Abfindung in Aktien nach § 5 des Beherrschungsvertrags beauftragen. Die Außenstehenden WCM-Aktionäre, die das Abfindungsangebot annehmen wollen, müssen ihre jeweilige Depotbank zur Übermittlung der an die Abwicklungsstelle adressierten schriftlichen Annahmeerklärung an die Abwicklungsstelle innerhalb der hierfür geltenden Frist (siehe Abschnitt IV.2.1.5.4) anweisen und ihre jeweilige Depotbank beauftragen, die von ihnen gehaltenen WCM-Aktien, für die sie das Abfindungsangebot annehmen wollen, bei der Abwicklungsstelle zum Umtausch gegen Abfindungsaktien auf dem Girosammelwege einzureichen. Die Außenstehenden WCM-Aktionäre, die das Abfindungsangebot angenommen haben, bringen sodann – vertreten durch die Abwicklungsstelle – die von ihnen gehaltenen WCM-Aktien in die TLG IMMOBILIEN AG ein und zeichnen – ebenfalls vertreten durch die Abwicklungsstelle – eine entsprechende Anzahl von Abfindungsaktien. Nachdem die Abfindungsaktien entstanden sind, wird die Abwicklungsstelle diese an die jeweilige Depotbank zur Einbuchung in die Wertpapierdepots der Außenstehenden WCM-Aktionäre übertragen. Die Abfindung erfolgt kostenfrei

für die Außenstehenden WCM-Aktionäre, soweit diese über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen.

Für Spitzenbeträge, also WCM-Aktien, für die der Inhaber auf Grundlage des Umtauschverhältnisses nicht zum Bezug einer vollen Abfindungsaktie berechtigt ist, wird ein Barausgleich gewährt (§ 5 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags), der von der Abwicklungsstelle über die jeweilige Depotbank an den jeweiligen Außenstehenden WCM-Aktionär gezahlt wird. Zu den weiteren Einzelheiten der Berechnung der Höhe des Barausgleichs wird auf Abschnitt IV.2.1.5.3 verwiesen.

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

Ausgleichszahlungen gemäß § 4 des Beherrschungsvertrags werden auf demselben Wege abgewickelt wie Dividendenzahlungen.

2.3 Erläuterung der Auswirkungen des Beherrschungsvertrags

2.3.1 Gesellschaftsrechtliche Auswirkungen für die Außenstehenden WCM-Aktionäre

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

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

Nach Maßgabe von § 4 des Beherrschungsvertrags ist eine jährliche Ausgleichszahlung zu leisten, sofern die für ein Geschäftsjahr von der WCM AG gezahlte Dividende (einschließlich eventueller Abschlagszahlungen) je WCM-Aktie hinter der Garantiedividende zurückbleibt (siehe Abschnitt IV.2.1.4). Ist danach von der TLG IMMOBILIEN AG eine Ausgleichszahlung zu leisten, wird diese unverzüglich nach dem jeweiligen Fälligkeitstermin an die Außenstehenden WCM-Aktionäre ausgezahlt. Die Vertragsparteien gehen nach der derzeitigen Rechtsprechung davon aus, dass die Fälligkeit grundsätzlich mit dem Ende der auf ein Geschäftsjahr folgenden ordentlichen Hauptversammlung der WCM AG eintritt. Die technische Abwicklung der Zahlung erfolgt wie im Falle einer Dividendenzahlung über die jeweiligen Depotbanken (siehe Abschnitt IV.2.2).

Alternativ zum Erhalt der Garantiedividende können die Außenstehenden WCM-Aktionäre vom Abfindungsangebot der TLG IMMOBILIEN AG nach § 305 AktG Gebrauch machen und gegen Gewährung der in § 5 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags festgelegten Abfindung in Abfindungsaktien als Aktionär aus der WCM AG ausscheiden. Hinsichtlich der Einzelheiten zu den Ausgleichsleistungen und dem Abfindungsangebot wird auf die vorstehenden Erläuterungen in den Abschnitten IV.2.1.4 und IV.2.1.5 zu den §§ 4 bzw. 5 des Beherrschungsvertrags verwiesen.

Das Recht auf die Abfindung verlieren die Außenstehenden WCM-Aktionäre nicht dadurch, dass sie bereits Ausgleichszahlungen entgegengenommen haben. Die Annahme des Abfindungsangebots ist auch dann noch möglich, wenn bereits Ausgleichszahlungen durch die TLG IMMOBILIEN AG erfolgt sind, was insbesondere bei Annahme des Abfindungsangebots während oder nach Abschluss eines Spruchverfahrens der Fall sein kann (vgl. § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG und § 5 Abs. 5 des Beherrschungsvertrags).

Mit Wirksamwerden des Beherrschungsvertrags entsteht die Verpflichtung der TLG IMMOBILIEN AG, die WCM-Aktien der Außenstehenden WCM-Aktionäre gegen Leistung der in § 5 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags festgelegten Abfindung in Abfindungsaktien zu erwerben. Von diesem Zeitpunkt an können die Außenstehenden WCM-Aktionäre durch Erklärung gegenüber ihrer jeweiligen Depotbank von ihrem Recht auf Übertragung ihrer WCM-Aktien auf die TLG IMMOBILIEN AG gegen Erbringung der im Beherrschungsvertrag festgelegten Abfindung Gebrauch machen. Diejenigen Außenstehenden WCM-Aktionäre, die von ihrem Recht auf Übertragung ihrer WCM-Aktien auf die TLG IMMOBILIEN AG keinen Gebrauch machen, bleiben weiterhin Aktionäre der WCM AG und erhalten die Garantiedividende.

Unmittelbar nach Eintragung des Beherrschungsvertrags in das Handelsregister des Sitzes der WCM AG werden die näheren Einzelheiten des Verfahrens der Abwicklung des Abfindungsangebots im Bundesanzeiger bekannt gegeben sowie über die jeweiligen Depotbanken den Außenstehenden WCM-Aktionären mitgeteilt. Die Abwicklung der Übertragung der WCM-Aktien auf die TLG IMMOBILIEN AG infolge einer Annahme des Abfindungsangebots erfolgt für die Außenstehenden WCM-Aktionäre kostenfrei, soweit diese über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen (§ 5 Abs. 5 des Beherrschungsvertrags).

Die Verpflichtung der TLG IMMOBILIEN AG zur Übernahme von WCM-Aktien der Außenstehenden WCM-Aktionäre gegen Abfindung in Aktien der TLG IMMOBILIEN AG ist gemäß § 5 Abs. 3 des Beherrschungsvertrags befristet. Die Erklärung der Außenstehenden WCM-Aktionäre, das Abfindungsangebot der TLG IMMOBILIEN AG annehmen zu wollen, muss innerhalb dieser Frist zugehen (vgl. die Erläuterungen vorstehend in Abschnitt IV.2.1.5.4 zu den Einzelheiten der Befristung der Verpflichtung der TLG IMMOBILIEN AG). Nach Ablauf der in § 5 Abs. 3 des Beherrschungsvertrags bezeichneten Frist sind eine Annahme des Abfindungsangebots bzw. eine Andienung und ein Tausch von WCM-Aktien in Abfindungsaktien nicht mehr möglich.

Darüber hinaus hat der Abschluss des Beherrschungsvertrags keine rechtlichen Auswirkungen auf die Beteiligung der Außenstehenden WCM-Aktionäre. Insbesondere ist mit dem Abschluss bzw. der Eintragung des Beherrschungsvertrags im Handelsregister keine Veränderung der mit ihren WCM-Aktien verbundenen Stimm- und sonstigen Beteiligungsrechte verbunden. Allerdings kann die TLG IMMOBILIEN AG gemäß dem Beherrschungsvertrag dem Vorstand der WCM AG auch nachteilige Weisungen erteilen. Derartige nachteilige Weisungen können ungeachtet der Verlustübernahmepflicht der TLG IMMOBILIEN AG erhebliche negative Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der WCM AG

haben, die gegebenenfalls auch nach einer etwaigen Beendigung des Beherrschungsvertrags fortwirken.

Die Börsennotierung der WCM-Aktien wird von der Eintragung des Beherrschungsvertrags im Handelsregister nicht berührt. Es kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass ein Großteil der Außenstehenden WCM-Aktionäre das Abfindungsangebot annehmen und sich die Anzahl der im Streubesitz gehaltenen WCM-Aktien weiter verringern wird. Dies kann zur Folge haben, dass ein ordnungsgemäßer Börsenhandel mit WCM-Aktien nicht mehr gewährleistet ist. Die daraus resultierende weitere Verringerung der Liquidität der WCM-Aktie könnte unter Umständen zu größeren Kursschwankungen der WCM-Aktie als in der Vergangenheit führen.

Die Zahl der im Streubesitz gehaltenen WCM-Aktien und damit einhergehend auch die Liquidität der WCM-Aktie werden sich in dem Maß verringern, in dem das Abfindungsangebot unter dem Beherrschungsvertrag angenommen wird. Als Folge davon könnte die WCM AG möglicherweise nicht länger die jeweiligen Kriterien für einen Verbleib in Börsenindizes erfüllen, in denen die WCM-Aktien zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts enthalten sind. Ein Ausschluss aus einem Börsenindex oder eine Verringerung des Handelsvolumens der WCM-Aktie kann unter anderem zur Folge haben, dass institutionelle Anleger, die den betreffenden Index in ihrem Portfolio spiegeln oder nur in Aktien mit einer bestimmten Mindestliquidität investieren, sich von WCM-Aktien trennen und künftige Erwerbe von WCM-Aktien unterlassen werden. Ein erhöhtes Angebot an WCM-Aktien zusammen mit einer geringeren Nachfrage nach WCM-Aktien könnte den Börsenkurs der WCM-Aktien nachteilig beeinflussen.

Es ist möglich, dass die TLG IMMOBILIEN AG nach Abschluss des Beherrschungsvertrags einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre (*Squeeze-Out*) der WCM AG, einen Widerruf der Zulassung der WCM-Aktien zum Handel im regulierten Markt (*Delisting*) nach § 39 Börsengesetz oder eine sonstige Restrukturierung bewirkt, bei der eine etwaige zugrundeliegende Barabfindung möglicherweise höher, aber auch niedriger ausfallen kann als der Wert der unter dem Beherrschungsvertrag angebotenen Abfindung in Aktien.

2.3.2 Schutz der Außenstehenden WCM-Aktionäre

Der Schutz der Interessen der Außenstehenden WCM-Aktionäre im Zusammenhang mit dem Abschluss des Beherrschungsvertrags wird durch die Gewährung der Garantiedividende und der Abfindung sichergestellt, deren Angemessenheit durch einen gerichtlich bestellten Vertragsprüfer überprüft wurde. Sollten Außenstehende WCM-Aktionäre dennoch der Auffassung sein, dass die im Beherrschungsvertrag festgelegte Garantiedividende und/oder die Abfindung nicht angemessen sind, können sie deren Angemessenheit in einem Spruchverfahren gerichtlich nachprüfen lassen.

2.3.2.1 *Garantiedividende und Abfindung*

Den Interessen der Außenstehenden WCM-Aktionäre wird durch die Vorschriften zur Leistung einer Ausgleichszahlung und zum Angebot eines Erwerbs ihrer Aktien gegen Abfindung durch eine angemessene Anzahl an Abfindungsaktien sowie deren Umsetzung im Beherrschungsvertrag in Form der Garantiedividende und der Abfindung Rechnung getragen.

Für die Einschränkung ihrer Herrschaftsrechte durch das Inkrafttreten des Leitungs- und Weisungsrechts gemäß § 1 des Beherrschungsvertrags erhalten die Außenstehenden WCM-Aktionäre ab dem Geschäftsjahr, in dem der Beherrschungsvertrag wirksam wird, durch die Verpflichtung der TLG IMMOBILIEN AG zur Leistung einer Ausgleichszahlung in Form einer Garantiedividende nach § 4 des Beherrschungsvertrags in Verbindung mit § 304 AktG sowie zum Erwerb ihrer WCM-Aktien gegen Abfindung durch eine angemessene Anzahl an Abfindungsaktien nach § 5 des Beherrschungsvertrags in Verbindung mit § 305 AktG volle wirtschaftliche Kompensation.

Auf der Grundlage des Bewertungsgutachtens haben die Vertragsparteien einen Bruttoausgleichsbetrag von EUR 0,13 je WCM-Aktie festgelegt. Hiervon sind Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz abzusetzen. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt der Unterzeichnung des Beherrschungsvertrags und dieses Vertragsberichts gelangen auf den Bruttoausgleichsbetrag von EUR 0,13 je WCM-Aktie 15 % Körperschaftsteuer zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag, das sind insgesamt rund EUR 0,02 je WCM-Aktie, zum Abzug. Daraus ergibt sich nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt der Unterzeichnung des Beherrschungsvertrags und dieses Vertragsberichts eine Garantiedividende in Höhe von EUR 0,11 je WCM-Aktie für jedes volle Geschäftsjahr (vgl. zur rechtlichen Grundlage der Garantiedividende Abschnitt IV.2.1.4.1, zur Berechnung der Garantiedividende bzw. des Ausgleichs Abschnitte IV.3.1 und IV.3.2 und zur etwaigen

kapitalertragsteuerlichen Behandlung des Ausgleichs die Abschnitte IV.2.3.3.1 und IV.2.3.3.2).

Alternativ haben die Außenstehenden WCM-Aktionäre das Recht, nach Eintragung des Beherrschungsvertrags in das Handelsregister des Sitzes der WCM AG die von ihnen gehaltenen WCM-Aktien gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung in Abfindungsaktien auf die TLG IMMOBILIEN AG zu übertragen, das heißt vom Abfindungsangebot der TLG IMMOBILIEN AG nach § 5 des Beherrschungsvertrags in Verbindung mit § 305 AktG Gebrauch zu machen. Bei der Bemessung der in § 5 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags festgelegten Abfindungsverhältnisse von 23 WCM-Aktien zu 4 Abfindungsaktien wurden die Verhältnisse der WCM AG zugrunde gelegt, wie sie sich im Zeitpunkt der Beschlussfassung der geplanten außerordentlichen Hauptversammlung der WCM AG am 17. November 2017 darstellen (vgl. die ausführliche Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Abfindung in den Abschnitten IV.3.1 und IV.3.3).

2.3.2.2 Vertragsprüfung durch einen sachverständigen Prüfer

Auf gemeinsamen Antrag der Vorstände der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG vom 9. August 2017 hat das Landgericht Frankfurt am Main durch Beschluss vom 17. August 2017 und 20. September 2017 gemäß § 293c Abs. 1 AktG die BBWP GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Cecilienallee 7, 40474 Düsseldorf als sachverständigen Prüfer im Sinne von § 293b Abs. 1 AktG ausgewählt und bestellt. Dieser Beschluss ist dem Bericht als **Anlage 4** beigelegt.

Der Vertragsprüfer prüft den Beherrschungsvertrag und insbesondere die Angemessenheit des jährlichen Ausgleichs in Form einer Garantiedividende sowie der Abfindung und erstellt hierüber gemäß § 293e AktG einen gesonderten Bericht. Sein Bericht wird zusammen mit den weiteren nach § 293f Abs. 1 AktG erforderlichen Unterlagen von der Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlung der WCM AG, die am 17. November 2017 stattfinden soll, und der außerordentlichen Hauptversammlung der TLG IMMOBILIEN AG, die am 22. November 2017 stattfinden soll, auf der Internetseite der TLG IMMOBILIEN AG unter <http://www.ir.tlg.de> (Menüpunkt „Hauptversammlung“ > „Außerordentliche Hauptversammlung 2017“) und der WCM AG unter <http://www.wcm.de/> (Menüpunkt „Investoren“ > „Außerordentliche Hauptversammlung 2017“) zugänglich sein sowie in den Geschäftsräumen der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG zur Einsicht der Aktionäre ausliegen. Die nach § 293f AktG erforderlichen Unterlagen werden ferner während der außerordentlichen Hauptversammlungen der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG ausliegen. Jedem Aktionär der Vertragsparteien wird auf Verlangen unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen erteilt. Hinsichtlich der Einzelheiten der Auslegung und der Anforderung von Kopien dieser und weiterer Unterlagen wird auf die Einladungen zu den außerordentlichen Hauptversammlungen der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG verwiesen.

2.3.2.3 Spruchverfahren

Sollten Außenstehende WCM-Aktionäre der Ansicht sein, dass die im Beherrschungsvertrag unter § 4 Abs. 2 festgelegte Höhe des jährlichen Ausgleichs in Form einer Garantiedividende nach § 304 AktG zu niedrig ist, können sie nach Wirksamwerden des Beherrschungsvertrags die Angemessenheit des jährlichen Ausgleichs in Form einer Garantiedividende in einem Spruchverfahren nach § 304 Abs. 3 Satz 3 AktG in Verbindung mit § 1 Nr. 1 SpruchG gerichtlich überprüfen lassen. Die Antragsberechtigung im Spruchverfahren hängt nicht davon ab, dass in der außerordentlichen Hauptversammlung der WCM AG gegen den Beschluss der Hauptversammlung über den Beherrschungsvertrag Widerspruch zu Protokoll des beurkundenden Notars erklärt wird.

Die gerichtliche Überprüfung des jährlichen Ausgleichs in Form einer Garantiedividende in einem Spruchverfahren kann binnen drei Monaten seit dem Tag beantragt werden, an dem die Eintragung des Bestehens des Beherrschungsvertrags im Handelsregister des Sitzes der WCM AG nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Innerhalb der vorstehend genannten Antragsfrist von drei Monaten ist der Antrag nach Maßgabe von § 4 Abs. 2 SpruchG zu begründen. Falls in einem solchen Spruchverfahren durch das zuständige Gericht rechtskräftig ein höherer jährlicher Ausgleich in Form einer Garantiedividende festgesetzt wird, können alle Außenstehenden WCM-Aktionäre die TLG IMMOBILIEN AG auf den gerichtlich erhöhten jährlichen Ausgleich in Form einer Garantiedividende in Anspruch nehmen (§ 13 SpruchG). Die TLG IMMOBILIEN AG kann den Beherrschungsvertrag für diesen Fall binnen zwei Monaten nach Rechtskraft der gerichtlichen Entscheidung ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist kündigen (§ 304 Abs. 4 AktG). Sofern ein solches Spruchverfahren durch gütliche Einigung beendet wird, sind die Rechte aller Außenstehenden WCM-Aktionäre dadurch gewahrt, dass eine solche Verfahrensbeendigung gemäß § 11 Abs. 2 SpruchG nur unter Zustimmung eines gemäß § 6 SpruchG bestellten gemeinsamen Vertreters der Außenstehenden WCM-Aktionäre möglich ist und eine zur Verfahrensbeendigung getroffene Vereinbarung über einen erhöhten jährlichen Ausgleich in Form einer Garantiedividende zu Gunsten aller Außenstehenden WCM-Aktionäre wirkt, unabhängig davon, ob sie selbst Beteiligte des Spruchverfahrens waren.

Sollten Außenstehende WCM-Aktionäre der Ansicht sein, dass die in § 5 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags festgelegte Abfindung zu niedrig bemessen ist, können sie die Angemessenheit der angebotenen Abfindung ebenfalls im Spruchverfahren nach § 305 Abs. 5 Satz 2 AktG in Verbindung mit § 1 Nr. 1 SpruchG gerichtlich überprüfen lassen. Im Hinblick auf Antragsfrist, Antragsbegründung, Wirkung der gerichtlichen Entscheidung in einem solchen Spruchverfahren, das Kündigungsrecht der TLG IMMOBILIEN AG nach einer gerichtlichen Bestimmung der Abfindung sowie die Beendigung eines solchen Verfahrens durch gütliche Einigung und die Wirkungen eines zur gütlichen Einigung gefundenen Vergleichs auch zu Gunsten der im Spruchverfahren nicht beteiligten Außenstehenden WCM-Aktionäre gelten die Ausführungen des vorstehenden Absatzes zum jährlichen Ausgleich in Form einer Garantiedividende entsprechend.

2.3.3 Steuerliche Auswirkungen für die Außenstehenden WCM-Aktionäre in Deutschland

2.3.3.1 Allgemeines

Die nachfolgenden Ausführungen enthalten eine kurze Zusammenfassung einiger wichtiger deutscher Besteuerungsgrundsätze, die im Zusammenhang mit dem Abschluss des Beherrschungsvertrags für die in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtigen Außenstehenden WCM-Aktionäre relevant sein können.

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

Die Darstellung bezieht sich nur auf die in Deutschland anfallende Einkommen-, Körperschaft- und Gewerbesteuer und behandelt nur einige wesentliche Aspekte dieser Steuerarten. Beispielsweise werden Besonderheiten sogenannter sperrfristbehafteter Anteile, die als Gegenleistung für eine steuerbegünstigte Einbringung nach dem Umwandlungssteuergesetz erworben wurden, sowie Sonderregeln für bestimmte Unternehmen des Finanz- und Versicherungssektors nicht dargestellt.

Es wird keine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit dieser Darstellung übernommen. Die Erläuterungen in diesem Vertragsbericht ersetzen keine persönliche Steuerberatung. Den Außenstehenden WCM-Aktionären wird empfohlen, ihren steuerlichen Berater zu den steuerlichen Konsequenzen des Beherrschungsvertrags zu konsultieren; nur dieser ist in der Lage, auch die besonderen steuerlichen Verhältnisse des jeweiligen Außenstehenden WCM-Aktionärs angemessen zu berücksichtigen. Zugrunde gelegt wird nur die derzeit geltende Rechtslage, wie sie von der Finanzverwaltung und der finanzgerichtlichen Rechtsprechung zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts angewendet wird. Diese kann sich gegebenenfalls auch mit Rückwirkung ändern.

2.3.3.2 *Besteuerung von Ausgleichszahlungen bei den Außenstehenden WCM-Aktionären*

Die nach § 4 des Beherrschungsvertrags garantierte Ausgleichszahlung sollte bei den empfangenden Außenstehenden WCM-Aktionären den allgemeinen Regeln über die Dividendenbesteuerung unterliegen.

(a) Aktien im Privatvermögen

Ausgleichszahlungen auf WCM-Aktien, die im Privatvermögen gehalten werden, unterliegen als Einkünfte aus Kapitalvermögen grundsätzlich der Einkommensteuer. Auf die Ausgleichszahlung ist bei der Auszahlung grundsätzlich Kapitalertragsteuer in Höhe von 25 % und der auf die Kapitalertragsteuer erhobene Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % einzubehalten (der Steuerabzug beträgt somit einschließlich des Solidaritätszuschlags insgesamt 26,375 %). Einbehaltung und Abführung der Kapitalertragsteuer sowie des Solidaritätszuschlags darauf sind grundsätzlich unabhängig davon, in welcher Höhe die Zahlung bei den Außenstehenden WCM-Aktionären tatsächlich der Besteuerung unterliegt.

Die Einkommensteuerschuld des Außenstehenden WCM-Aktionärs wird grundsätzlich durch den Einbehalt von Kapitalertragsteuer abgegolten. In diesem Fall muss die Ausgleichszahlung in der Jahressteuererklärung des Außenstehenden WCM-Aktionärs nicht mehr erklärt werden (Abgeltungsteuer).

Auf Antrag des Außenstehenden WCM-Aktionärs kann seine Ausgleichszahlung anstelle der Abgeltungsbesteuerung der tariflichen Einkommensteuer unterworfen werden, wenn dies für ihn zu einer niedrigeren Steuerbelastung führt (Günstigerprüfung). In diesem Falle sind die Bruttoerträge abzüglich eines Sparer-Pauschbetrags in Höhe von EUR 801,00 (EUR 1.602,00 bei zusammen veranlagten Ehegatten und eingetragenen Lebenspartnern) für die Besteuerung maßgeblich und ein Abzug der tatsächlichen Werbungskosten ist ausgeschlossen. Eine zunächst einbehaltene Kapitalertragsteuer wird in diesem Falle auf die im Wege der Veranlagung erhobene Einkommensteuer angerechnet.

Entsprechendes gilt für den Solidaritätszuschlag.

Abweichungen von den vorgenannten Grundsätzen gelten, soweit Zahlungen aus dem steuerlichen Einlagekonto geleistet werden (Einlagenrückgewähr) bzw. als geleistet gelten. Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts besteht bei der WCM AG ein hohes steuerliches Einlagekonto, sodass zu erwarten ist, dass von der WCM AG geleistete Dividendenzahlungen auf Basis der derzeitigen Verhältnisse ggf. als Einlagenrückgewähr zu behandeln sind.

- **Beteiligungen unter 1 %**

Bei einer Beteiligung im Privatvermögen von weniger als 1 % während der vergangenen fünf Jahre sollten Bezüge aus dem steuerlichen Einlagekonto einer Aktiengesellschaft von den steuerbaren Einkünften aus Kapitalvermögen ausgenommen sein, aber die steuerlichen Anschaffungskosten der Aktien mindern (ggf. sogar bis zur Entstehung von negativen Anschaffungskosten). Bei einer Einlagenrückgewähr sollte die auskehrende Aktiengesellschaft bzw. die auszahlende Stelle daher nicht verpflichtet sein, Kapitalertragsteuer einzubehalten.

- **Beteiligungen von mindestens 1 %**

Bei einer Beteiligung im Privatvermögen von mindestens 1 % werden Bezüge, sofern sie aus dem steuerlichen Einlagekonto einer Aktiengesellschaft geleistet werden oder als geleistet gelten, als Veräußerung der Anteile fingiert. Es entsteht ein Veräußerungsgewinn, wenn und soweit der Auszahlungsbetrag aus dem steuerlichen Einlagekonto (fingierter Veräußerungserlös) die Anschaffungskosten der Anteile übersteigt. Der so ermittelte Veräußerungsgewinn unterliegt zu 60 % der Einkommensteuer (Teileinkünfteverfahren). Die Besteuerung erfolgt nach dem persönlichen Steuersatz des jeweiligen Aktionärs. Bei einer Einlagenrückgewähr sollte die auskehrende Aktiengesellschaft bzw. die auszahlende Stelle daher auch keine Kapitalertragsteuer einzubehalten haben.

(b) Aktien im Betriebsvermögen

Die Ausgleichszahlungen auf WCM-Aktien, die im Betriebsvermögen gehalten werden, unterliegen der Kapitalertragsteuer in Höhe von 25 % zuzüglich des auf die Kapitalertragsteuer erhobenen Solidaritätszuschlags in Höhe von 5,5 % (der Steuerabzug beträgt somit insgesamt 26,375 %). Die einbehaltene Steuer wird auf die Einkommen- oder Körperschaftsteuer des jeweiligen Außenstehenden WCM-Aktionärs angerechnet. Soweit die einbehaltene Kapitalertragsteuer die persönliche Steuerschuld dieser Außenstehenden WCM-Aktionäre übersteigt, kann sie unter bestimmten Voraussetzungen erstattet werden. Entsprechendes gilt für den Solidaritätszuschlag.

Werden die WCM-Aktien im Betriebsvermögen gehalten, so richtet sich die Besteuerung der Ausgleichszahlungen danach, ob der Außenstehende WCM-Aktionär eine Körperschaft, ein Einzelunternehmer oder eine Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft) ist.

Besonderheiten bei der Besteuerung gelten wiederum, soweit Zahlungen aus dem steuerlichen Einlagekonto geleistet werden bzw. als geleistet gelten (Einlagenrückgewähr). Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts besteht bei der WCM AG ein hohes steuerliches Einlagenkonto, sodass zu erwarten ist, dass geleistete Dividendenzahlungen auf Basis der derzeitigen Verhältnisse ggf. als Einlagenrückgewähr zu behandeln sind.

- **Körperschaften**

Bei Körperschaften sind die Ausgleichszahlungen grundsätzlich körperschaftsteuerpflichtig, es sei denn, der Außenstehende WCM-Aktionär war zu Beginn des jeweiligen Kalenderjahres zu mindestens 10 % am Grundkapital der WCM AG beteiligt oder hat im Laufe des Kalenderjahres eine Beteiligung von mindestens 10 % erworben. In diesem Falle sind die Ausgleichszahlungen grundsätzlich von der Körperschaftsteuer befreit. Jedoch gelten 5 % dieser steuerfreien Einnahmen als Aufwendungen, die steuerlich nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden dürfen und unterliegen somit im Ergebnis der Besteuerung mit Körperschaftsteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag). Im Gegenzug dürfen tatsächlich entstandene Betriebsausgaben im Zusammenhang mit den

Ausgleichszahlungen grundsätzlich in voller Höhe abgezogen werden (vorbehaltlich sonstiger Abzugsbeschränkungen).

Sofern Ausgleichszahlungen aus dem steuerlichen Einlagekonto geleistet werden bzw. als geleistet gelten, mindern diese zunächst die Anschaffungskosten der Anteile. Übersteigen die Zahlungen aus dem steuerlichen Einlagekonto den Buchwert der WCM-Aktien, liegt in Höhe des überschießenden Betrags nach Auffassung der Finanzverwaltung ein steuerpflichtiger Gewinn vor, für den die im vorherigen Absatz genannten Grundsätze (allerdings ohne Anwendung der 10 %-Grenze) entsprechend gelten. Der Bundesfinanzhof hat jedoch in seiner Rechtsprechung die Anwendbarkeit der Steuerbefreiung von wirtschaftlich 95% des steuerpflichtigen Gewinns offen gelassen.

Zudem unterliegen die Ausgleichszahlungen in voller Höhe bzw. im Falle von Einlagenrückgewähr in Höhe des die Anschaffungskosten überschießenden Anteils der Gewerbesteuer (nach dem Steuersatz entsprechend dem Hebesatz der jeweils heheberechtigten Gemeinde), es sei denn, der Außenstehende WCM-Aktionär ist zu Beginn des Erhebungszeitraums zu mindestens 15 % am Grundkapital der WCM AG beteiligt (Schachtelbeteiligung). Im letztgenannten Fall gilt die Freistellung von 95 % der Ausgleichszahlungen von der Körperschaftsteuer für Zwecke der Gewerbesteuer entsprechend.

- Einzelunternehmer

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

Sofern Ausgleichszahlungen aus dem steuerlichen Einlagekonto der WCM AG geleistet werden bzw. als geleistet gelten, mindern diese zunächst die Anschaffungskosten der Anteile. Übersteigen die Zahlungen aus dem steuerlichen Einlagekonto den Buchwert der Anteile, liegt in Höhe des überschießenden Betrags ein steuerpflichtiger Gewinn vor.

Die Ausgleichszahlungen bzw. der die Anschaffungskosten der Anteile übersteigende Gewinn sind allerdings nur zu 60 % steuerpflichtig (Teileinkünfteverfahren). Aufwendungen, die mit den Ausgleichszahlungen in wirtschaftlichem Zusammenhang stehen, können zu 60 % steuermindernd berücksichtigt werden. Die Besteuerung erfolgt nach dem persönlichen Steuersatz des Außenstehenden WCM-Aktionärs.

Daneben unterliegen die Ausgleichszahlungen bzw. der die Anschaffungskosten der WCM-Aktien übersteigende Gewinn der Gewerbesteuer, wenn die WCM-Aktien einer inländischen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs zuzurechnen sind, wobei die persönliche Einkommensteuer des Außenstehenden WCM-Aktionärs in pauschaler Weise um die Gewerbesteuer ermäßigt wird. Wenn der Außenstehende WCM-Aktionär zu Beginn des Erhebungszeitraums zu mindestens 15 % am Grundkapital der WCM AG beteiligt ist (Schachtelbeteiligung) unterliegt die Ausgleichszahlung nicht der Gewerbesteuer.

- Personengesellschaften

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

Daneben unterliegen die Ausgleichszahlungen bzw. der die Anschaffungskosten der WCM-Aktien übersteigende Gewinn bei der Personengesellschaft der Gewerbesteuer, wenn die WCM-Aktien einer inländischen Betriebsstätte zuzurechnen sind. Bei natürlichen Personen als Gesellschafter der Personengesellschaft erfolgt eine pauschale Ermäßigung der persönlichen Einkommensteuer um die Gewerbesteuer. Wenn der Außenstehende WCM-Aktionär zu Beginn des Erhebungszeitraums zu mindestens 15 % am Grundkapital der WCM AG beteiligt ist (Schachtelbeteiligung), unterliegt die Ausgleichszahlung nicht der Gewerbesteuer bzw. wenn und soweit Kapitalgesellschaften an der Personengesellschaft beteiligt sind, sind 95 % der Ausgleichszahlungen von der Gewerbesteuer befreit.

2.3.3.3 *Besteuerung der Abfindung in Aktien bei den Außenstehenden WCM-Aktionären*

Die TLG IMMOBILIEN AG verpflichtet sich gegenüber den Außenstehenden WCM-Aktionären, die aus Anlass des Abschlusses des Beherrschungsvertrags aus der WCM AG ausscheiden wollen, deren WCM-Aktien gegen eine angemessene Abfindung in Höhe von 4 Abfindungsaktien je 23 WCM-Aktien zu erwerben. Die Übertragung der WCM-Aktien auf die TLG IMMOBILIEN AG im Tausch gegen die durch eine Kapitalerhöhung geschaffenen Abfindungsaktien sollte für die Außenstehenden WCM-Aktionäre einen steuerneutralen Aktientausch darstellen, wenn der betreffende Außenstehende WCM-Aktionär die eingetauschten WCM-Aktien im Privatvermögen hält und sich seine Beteiligungsquote während der dem Tausch vorangehenden fünf Jahre auf weniger als 1 % belief (dazu nachfolgend Abschnitt IV.2.3.3.3(a)). Andernfalls liegt steuerlich grundsätzlich eine Veräußerung der WCM-Aktien vor, die bei den betroffenen Außenstehenden WCM-Aktionären den Vorschriften über die Besteuerung von Gewinnen aus der Veräußerung von Anteilen an einer Körperschaft unterliegen sollte (dazu nachfolgend Abschnitte IV.2.3.3.3(b) und IV.2.3.3.3(c)).

- (a) Aktien im Privatvermögen und Steuerneutralität bei Kapitalmaßnahmen im Falle einer Beteiligung von unter 1 %

Als Ausnahme zum zuvor genannten Grundsatz sollte die Übertragung der WCM-Aktien auf die TLG IMMOBILIEN AG im Tausch gegen die durch eine Kapitalerhöhung geschaffenen Abfindungsaktien für die Außenstehenden WCM-Aktionäre steuerneutral sein, wenn die betreffenden Außenstehenden WCM-Aktionäre ihre WCM-Aktien im Privatvermögen halten und sich die Beteiligungsquote der betreffenden Außenstehenden WCM-Aktionäre während der dem Tausch von Aktien vorangehenden fünf Jahre auf weniger als 1 % belief. Die in diesem Fall im Tausch gegen WCM-Aktien bezogenen Abfindungsaktien treten an deren Stelle und übernehmen im Grundsatz deren steuerliche Qualifikation. Damit sind die Anschaffungskosten der WCM-Aktien in den getauschten Abfindungsaktien fortzuführen. Ein Einbehalt von Kapitalertragsteuer erfolgt nicht. Etwaige im Zusammenhang mit der Ausgabe der Abfindungsaktien entstehende Aufwendungen sind jedoch steuerlich auch nicht abzugsfähig. Ein etwaiger Spitzenausgleich ist als Veräußerungsgewinn steuerpflichtig.

Soweit der Aktientausch nicht wie in Abschnitt IV.2.3.3.3(a) dargestellt steuerneutral ist, gelten die nachfolgenden allgemeinen Regelungen. Danach wird ein etwaiger Veräußerungsgewinn erzielt, wenn der Wert der erhaltenen Abfindungsaktien am Tag der Depoteinbuchung abzüglich etwaiger damit in Zusammenhang stehender Veräußerungskosten die steuerlichen Anschaffungskosten oder den steuerlichen Buchwert bei dem jeweiligen Außenstehenden WCM-Aktionär für die betreffenden WCM-Aktien übersteigt. Ist der Wert der erhaltenen Abfindungsaktien am Tag der Depoteinbuchung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten geringer als die Anschaffungskosten oder der Buchwert der WCM-Aktien bei dem Außenstehenden WCM-Aktionär, entsteht ein Veräußerungsverlust.

Die steuerliche Erfassung eines Veräußerungsgewinns sowie die steuerliche Geltendmachung eines Veräußerungsverlustes hängen davon ab, ob die WCM-Aktien vor der Übertragung auf die TLG IMMOBILIEN AG dem Privat- oder dem Betriebsvermögen des betreffenden Außenstehenden WCM-Aktionärs zuzuordnen sind.

- (b) Aktien im Privatvermögen ohne Anwendung der Steuerneutralität bei Kapitalmaßnahmen im Falle einer Beteiligung von mindestens 1 %

Für die Besteuerung von Abfindungsleistungen bei Beteiligungen zu irgendeinem Zeitpunkt in den vergangenen fünf Jahren von mindestens 1 % kommt es darauf an, ob die Außenstehenden WCM-Aktionäre die WCM-Aktien vor dem 1. Januar 2009 oder nach dem 31. Dezember 2008 angeschafft haben:

- Vor dem 1. Januar 2009 angeschaffte Aktien

Bei WCM-Aktien, die vor dem 1. Januar 2009 angeschafft wurden und im Privatvermögen gehalten wurden, bleibt es grundsätzlich bei der bisher geltenden Steuerfreiheit für Veräußerungsgewinne auch hinsichtlich etwaiger Abfindungsleistungen.

Allerdings unterliegen Gewinne aus Abfindungsleistungen an einen Außenstehenden WCM-Aktionär, der bzw. – im Falle eines unentgeltlichen Erwerbs – dessen Rechtsvorgänger zu irgendeinem Zeitpunkt während der dem Erwerb durch die TLG IMMOBILIEN AG gemäß § 5 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags vorangegangenen fünf Jahre zu mindestens 1 % unmittelbar oder mittelbar am Kapital der WCM AG beteiligt war, dem sogenannten Teileinkünfteverfahren, das heißt die Gewinne unterliegen zu

60 % der Besteuerung. Aufwendungen, die in wirtschaftlichem Zusammenhang mit den Abfindungsleistungen stehen, und Veräußerungsverluste können in diesem Fall entsprechend nur zu 60 % steuerlich geltend gemacht werden.

- Nach dem 31. Dezember 2008 angeschaffte Aktien

Gewinne aus der Veräußerung von WCM-Aktien, die nach dem 31. Dezember 2008 angeschafft worden sind, unterliegen unabhängig von einer Haltefrist im Allgemeinen einer Besteuerung in Höhe von 25 % zuzüglich des darauf anfallenden Solidaritätszuschlags in Höhe von 5,5 % (der Steuerabzug beträgt somit insgesamt 26,375 %). Die Einkommensteuerschuld des Außenstehenden WCM-Aktionärs ist mit dem Einbehalt der Kapitalertragsteuer grundsätzlich abgegolten. Entsprechende Verluste dürfen nur mit Gewinnen aus der Veräußerung von Aktien im laufenden oder in einem späteren Jahr ausgeglichen werden.

Bei einem aus der Abfindung resultierenden Veräußerungsgewinn auf Aktien, die nach dem 31. Dezember 2008 angeschafft wurden, wird Kapitalertragsteuer einbehalten, sofern eine inländische auszahlende Stelle gegeben ist. Der Kapitalertragsteuerabzug hat grundsätzlich abgeltende Wirkung, das heißt mit dem Steuerabzug ist die Einkommensteuerschuld des Anlegers insoweit abgegolten und der Veräußerungsgewinn muss in der Jahressteuererklärung des Außenstehenden WCM-Aktionärs nicht mehr erklärt werden. In bestimmten Fällen (beispielsweise bei Vorlage einer Nichtveranlagungsbescheinigung des Finanzamtes oder bei Freistellungsauftrag in ausreichendem Umfang) kann Außenstehenden WCM-Aktionären die Abfindung ohne Abzug von Kapitalertragsteuer und Solidaritätszuschlag ausgezahlt werden. Unterbleibt der Kapitalertragsteuerabzug außerhalb dieser Fälle (z.B. in Ermangelung einer inländischen auszahlenden Stelle), hat der Außenstehende WCM-Aktionär den Veräußerungsgewinn in seiner Einkommensteuererklärung anzugeben. Allerdings wird der Veräußerungsgewinn in diesen Fällen nicht dem individuellen Einkommensteuertarif des Außenstehenden WCM-Aktionärs unterworfen; vielmehr erfolgt eine Veranlagung des Veräußerungsgewinns zum Abgeltungsteuersatz.

Auf Antrag des Außenstehenden WCM-Aktionärs kann der aus der Abfindung resultierende Gewinn anstelle der Abgeltungsbesteuerung der tariflichen Einkommensteuer unterworfen werden, wenn dies für den Außenstehenden WCM-Aktionär zu einer niedrigeren Steuerbelastung führt. Eine zunächst einbehaltene Kapitalertragsteuer wird in diesem Fall auf die im Wege der Veranlagung erhobene Einkommensteuer angerechnet. Bei der Ermittlung der Einkünfte aus Kapitalvermögen kann als Werbungskosten lediglich ein Sparer-Pauschbetrag in Höhe von EUR 801,00 (bzw. EUR 1.602,00 bei zusammen veranlagten Ehegatten und eingetragenen Lebenspartnern) abgezogen werden. Ein Abzug der tatsächlichen Werbungskosten ist ausgeschlossen.

War der Außenstehende WCM-Aktionär oder für den Fall, dass der Außenstehende WCM-Aktionär die WCM-Aktien unentgeltlich erworben hat, der Rechtsvorgänger des Außenstehenden WCM-Aktionärs, zu irgendeinem Zeitpunkt während der letzten fünf Jahre vor der Veräußerung unmittelbar oder mittelbar mit mindestens 1 % am Grundkapital der WCM AG beteiligt, ist ein Veräußerungsgewinn zu 60 % steuerpflichtig. Die einbehaltene Kapitalertragsteuer und der Solidaritätszuschlag werden bei der Steuerveranlagung des Außenstehenden WCM-Aktionärs auf dessen Steuerschuld angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet. Veräußerungsverluste und wirtschaftlich mit der Veräußerung zusammenhängende Aufwendungen können in diesen Fällen zu 60 % steuerlich geltend gemacht werden.

(c) Aktien im Betriebsvermögen

Werden die WCM-Aktien im Betriebsvermögen gehalten, so richtet sich die Besteuerung des Gewinns aus der Veräußerung danach, ob der Außenstehende WCM-Aktionär eine Körperschaft, ein Einzelunternehmer oder eine Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft) ist:

- **Körperschaften**

Gewinne aus der Veräußerung von WCM-Aktien sind bei Körperschaften grundsätzlich von der Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit. Jedoch gelten 5 % des Veräußerungsgewinns als Aufwendungen, die steuerlich nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden dürfen, sodass sie im

Ergebnis insoweit der Körperschaftsteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag) und Gewerbesteuer unterliegen. Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten WCM-Aktien stehen, können steuerlich nicht berücksichtigt werden.

- Einzelunternehmer

Sofern die WCM-Aktien von Einzelunternehmern gehalten werden, unterliegen 60 % des Veräußerungsgewinns der Besteuerung in Höhe des persönlichen Steuersatzes des Außenstehenden WCM-Aktionärs zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag. Entsprechend können nur 60 % der mit solchen Veräußerungsgewinnen zusammenhängenden Betriebsausgaben sowie nur 60 % eventueller Veräußerungsverluste steuerlich berücksichtigt werden. Gehören die WCM-Aktien zum Vermögen einer in Deutschland belegenen Betriebsstätte, unterfallen 60 % der Veräußerungsgewinne der Gewerbesteuer, wenn der Einzelunternehmer gewerbsteuerpflichtig ist. Die Gewerbesteuer wird jedoch im Wege eines pauschalierten Verfahrens vollständig oder teilweise auf die Einkommensteuer des Anlegers angerechnet.

- Personengesellschaften

Ist der Inhaber der WCM-Aktien eine Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft), so hängt die Besteuerung davon ab, ob deren Gesellschafter der Einkommen- oder Körperschaftsteuer unterliegen. Bei Gesellschaftern, die der Körperschaftsteuer unterliegen, sind Gewinne aus der Veräußerung von WCM-Aktien grundsätzlich zu 95 % steuerbefreit (siehe oben unter „Körperschaften“). Bei Gesellschaftern, die der Einkommensteuer unterliegen, sind 60 % der Gewinne aus der Veräußerung von WCM-Aktien zu versteuern (siehe oben unter „Einzelunternehmer“). Zusätzlich unterliegen die Gewinne aus der Veräußerung von WCM-Aktien bei Zuordnung zu einer inländischen Betriebsstätte auf der Ebene der gewerbsteuerpflichtigen Personengesellschaft zu 60 % der Gewerbesteuer, soweit natürliche Personen beteiligt sind, und zu 5 % der Gewerbesteuer, soweit Kapitalgesellschaften beteiligt sind. Soweit natürliche Personen an der Personengesellschaft beteiligt sind, wird die Gewerbesteuer jedoch im Wege eines pauschalierten Verfahrens vollständig oder teilweise auf ihre

Einkommensteuer angerechnet. Hinsichtlich der Abzugsfähigkeit von mit Veräußerungsgewinnen zusammenhängenden Betriebsausgaben und Veräußerungsverlusten gilt für körperschaftsteuerpflichtige Gesellschafter das oben unter „Körperschaften“ Ausgeführte und für einkommensteuerpflichtige Gesellschafter das oben unter „Einzelunternehmer“ Ausgeführte.

2.4 Kosten des Beherrschungsvertrags

Mit der Vorbereitung und dem geplanten Abschluss des Beherrschungsvertrags sind Einmalkosten verbunden. Solche Kosten sind bereits angefallen bzw. werden noch anfallen, insbesondere für die Mandatierung des Bewertungsgutachters, für die Erstattung des Prüfberichts durch den gerichtlich bestellten Vertragsprüfer, für Rechtsberatung sowie für die Vorbereitung und Durchführung der außerordentlichen Hauptversammlungen der Vertragsparteien. Die Kosten für die Vertragsprüfung und die Erstellung des Bewertungsgutachtens werden zwischen den Vertragsparteien hälftig geteilt. Die Kosten für die Vorbereitung und Durchführung der außerordentlichen Hauptversammlungen der Vertragsparteien sowie für ihre jeweiligen Rechtsberater tragen die Vertragsparteien jeweils selbst. Zudem fallen Kosten für die Erstellung eines im Rahmen des Angebots und der Zulassung der Abfindungsaktien der TLG IMMOBILIEN AG vorgesehenen Wertpapierprospekts an, die ausschließlich die TLG IMMOBILIEN AG trägt.

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

3.1 Überblick

3.1.1 Ausgleich nach § 304 AktG

Nach § 304 Abs. 1 Satz 2 AktG muss ein Beherrschungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für außenstehende Aktionäre vorsehen, indem er ihnen einen bestimmten jährlichen Gewinnanteil garantiert. Die Art des Ausgleichs und die Gründe für die Bestimmung eines festen Ausgleichs in Form einer Garantiedividende wurden unter Abschnitt IV.2.1.4 erläutert.

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

3.1.2 Abfindung nach § 305 AktG

Nach § 305 Abs. 1 AktG muss ein Beherrschungsvertrag außerdem die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine in dem Beherrschungsvertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Die angemessene Abfindung hat nach § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der abhängigen Gesellschaft über den Beherrschungsvertrag, vorliegend zum 17. November 2017, zu berücksichtigen. Dies gilt nach überwiegender Auffassung für den Ausgleich im Sinne von § 304 AktG entsprechend. Gemäß Beschluss des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999 (Az. 1 BvR 1613/94) darf ein existierender Börsenkurs bei der Bemessung der Höhe der Abfindung nach § 305 AktG nicht außer Acht gelassen werden. Der Börsenkurs stellt grundsätzlich die untere Grenze der dem Aktionär zu zahlenden Abfindung dar, es sei denn, dass der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt.

Im Beherrschungsvertrag zwischen der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG ist eine Abfindung in Aktien vorgesehen. Nach § 305 Abs. 3 Satz 1 AktG ist die Abfindung als angemessen anzusehen, wenn die Aktien in dem Verhältnis gewährt werden, in dem bei einer Verschmelzung auf eine WCM-Aktie Aktien der TLG IMMOBILIEN AG zu gewähren wären, wobei Spitzenbeträge durch bare Zuzahlungen ausgeglichen werden können.

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

3.1.3 Bewertungsgutachten

Die Vorstände der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG haben zu ihrer Unterstützung bei der Festlegung des Ausgleichs und der Abfindung den Bewertungsgutachter beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme zu den objektivierten Unternehmenswerten der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG nach den dem IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008, Stand: 2. April 2008) zum Tag der Hauptversammlung der WCM AG, dem 17. November 2017, sowie zur Höhe des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG und der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG zu erstatten. Der Bewertungsgutachter hat die für das Bewertungsgutachten erforderlichen Arbeiten vom 19. Juli 2017 bis zum 4. Oktober 2017 durchgeführt. Der Bewertungsgutachter hat am 4. Oktober 2017 das Bewertungsgutachten zur Ermittlung der objektivierten Unternehmenswerte der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG zum 17. November 2017, des angemessenen Ausgleichs (§ 304 AktG) und der angemessenen Abfindung (§ 305 AktG) vorgelegt.

In seiner Funktion als neutraler Gutachter im Sinne des IDW S 1 kommt der Bewertungsgutachter in seinem Bewertungsgutachten zu den folgenden Ergebnissen. Der nach dem Ertragswertverfahren zum 17. November 2017 zu ermittelnde objektivierte Unternehmenswert im Sinne des IDW S 1 der TLG IMMOBILIEN AG beläuft sich auf rund EUR 1.926,9 Mio., der objektivierte Unternehmenswert der WCM AG auf rund EUR 465,7 Mio. Hieraus ergibt sich ein Anteilswert je Abfindungsaktie von rund EUR 20,37 und je WCM-Aktie von rund EUR 3,40. Daraus ergibt sich ein rechnerisches Umtauschverhältnis der WCM-Aktien zu Abfindungsaktien von einer Abfindungsaktie für jeweils rund 5,99 WCM-Aktien.

Der maßgebliche durchschnittliche Börsenkurs beträgt EUR 3,21 je WCM-Aktie und EUR 18,36 je Abfindungsaktie. Maßgeblich ist hierbei der nach Umsätzen gewichtete, auf Basis der von S&P Capital IQ veröffentlichten Börsenumsätze berechnete durchschnittliche Börsenkurs der WCM-Aktien bzw. der Aktien der TLG IMMOBILIEN AG im Dreimonatszeitraum vor der am 29. September 2017 erfolgten Bekanntgabe der Absicht der TLG IMMOBILIEN AG, einen Beherrschungsvertrag abzuschließen. Die daraus resultierende Börsenkursrelation der WCM-Aktien zu Abfindungsaktien beträgt eine Abfindungsaktie zu je rund 5,72 WCM-Aktien und liegt unterhalb des vom Bewertungsgutachter auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten rechnerischen Umtauschverhältnisses.

Auf Basis des Bewertungsgutachtens und nach technischer Rundung legen die Vorstände der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG (dazu sogleich in diesem Abschnitt) fest, dass die angemessene Abfindung im Sinne von § 305 AktG 4 Abfindungsaktien je 23 WCM-Aktien beträgt. Diese Abfindung entspricht zugleich der Angebotsgegenleistung im Übernahmeangebot. Der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG hat sich dabei entschieden, das Umtauschverhältnis zugunsten der Außenstehenden WCM-Aktionäre anzupassen, um diesen einen Verkauf im Einklang mit den Bedingungen des Übernahmeangebots zu ermöglichen.

Die aus dem objektivierten Unternehmenswert der WCM AG abgeleiteten angemessenen jährlichen festen Ausgleichszahlungen in Form einer Garantiedividende im Sinne von § 304 AktG betragen nach den Ermittlungen des Bewertungsgutachters auf Basis des zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses geltenden Körperschaftsteuersatzes inklusive Solidaritätszuschlag EUR 0,11 (Bruttoausgleichsbetrag: EUR 0,13 vor Abzug derzeitiger Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) je WCM-Aktie.

Die vollständige Fassung des Bewertungsgutachtens zur Ermittlung der angemessenen Abfindung (§ 305 AktG) und des angemessenen Ausgleichs (§ 304 AktG) vom 4. Oktober 2017 ist diesem Vertragsbericht als **Anlage 5** beigefügt und damit integraler Bestandteil dieses Vertragsberichts. Die Vorstände der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG machen sich die Ausführungen des Bewertungsgutachters in dem genannten Bewertungsgutachten inhaltlich vollständig zu Eigen und machen sie zum Gegenstand dieses gemeinsamen Vertragsberichts.

Nach ihrer eigenen Einschätzung halten der Vorstand der WCM AG und der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG eine Abfindung im Sinne von § 305 AktG in Höhe von 4 Abfindungsaktien je 23 WCM-Aktien für angemessen. Zur Schaffung eines technisch einfacheren Umtauschverhältnisses und zur damit verbundenen Vermeidung der Entstehung von Aktienspitzen haben die Vorstände der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG die durch den Bewertungsgutachter ermittelte Wertrelation von einer Abfindungsaktie für je rund 5,99 WCM-Aktien auf ein Umtauschverhältnis von 4 Abfindungsaktien für je 23 WCM-Aktien zugunsten der Außenstehenden WCM-Aktionäre angepasst. Weiterhin halten der Vorstand der WCM AG und der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG einen Ausgleich im Sinne von § 304 AktG in Höhe von gegenwärtig EUR 0,11 (Bruttoausgleichsbetrag: EUR 0,13 vor Abzug aktueller Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) je WCM-Aktie für angemessen. Über die Höhe der Abfindung sowie die Art und Höhe des Ausgleichs haben die Vorstände der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG mit ergänzender Unterstützung durch den Bewertungsgutachter am 4. Oktober 2017 beschlossen. Die Beschlüsse standen unter dem Vorbehalt der

Zustimmung der Aufsichtsräte der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG, die am 4. Oktober 2017 unter Berücksichtigung der Ergebnisse des finalen Entwurfs des Prüfberichts erteilt wurden.

Das Bewertungsgutachten des Bewertungsgutachters wird – wie auch dieser Vertragsbericht – zusammen mit den weiteren nach § 293f Abs. 1 AktG erforderlichen Unterlagen von der Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlungen der WCM AG, die am 17. November 2017 stattfinden soll, und der TLG IMMOBILIEN AG, die am 22. November 2017 stattfinden soll, auf der Internetseite der TLG IMMOBILIEN AG unter <http://www.ir.tlg.de> (Menüpunkt „Hauptversammlung“ > „Außerordentliche Hauptversammlung 2017“) und der WCM AG unter <http://www.wcm.de/> (Menüpunkt „Investoren“ > „Außerordentliche Hauptversammlung 2017“) zugänglich sein sowie in den Geschäftsräumen der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG zur Einsicht der Aktionäre ausliegen. Die nach § 293f AktG erforderlichen Unterlagen werden ferner während der außerordentlichen Hauptversammlungen der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG ausliegen. Jedem Aktionär der Vertragsparteien wird auf Verlangen unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen erteilt. Hinsichtlich der Einzelheiten der Auslegung und der Anforderung von Kopien dieser und weiterer Unterlagen wird auf die Einladungen zu den außerordentlichen Hauptversammlungen der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG verwiesen.

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

Nach § 4 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags garantiert die TLG IMMOBILIEN AG den Außenstehenden WCM-Aktionären ab demjenigen Geschäftsjahr der WCM AG, in dem der Beherrschungsvertrag gemäß § 6 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags wirksam wird, für die Dauer des Beherrschungsvertrags die Leistung einer festen jährlichen Ausgleichszahlung in Form einer Garantiedividende.

Die Garantiedividende beträgt gegenwärtig EUR 0,11 (Bruttoausgleichsbetrag: EUR 0,13 vor Abzug aktueller Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) je WCM-Aktie. Die Garantiedividende wurde unter Heranziehung des vom Bewertungsgutachter ermittelten objektivierten Unternehmenswerts von EUR 3,39 je WCM-Aktie sowie einem gerundeten Verrentungszinssatz von 3,35 % abgeleitet.

Die Gründe, weshalb die Vertragsparteien einen festen jährlichen Ausgleich vereinbart haben, wurden in Abschnitt IV.2.1.4.2 dargestellt. Die Vertragsparteien haben sich in Übereinstimmung mit der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (Beschluss vom 21. Juli 2003, Az. II ZB 17/01 – „Ytong“) auf einen

Bruttoausgleichsbetrag geeinigt. Diesbezüglich wird auf die Erläuterungen in Abschnitt IV.2.1.4.3 verwiesen.

Die Vorstände der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG haben im gegenseitigen Einvernehmen die Höhe des Ausgleichs auf der Basis der Ergebnisse des Bewertungsgutachtens des Bewertungsgutachters vom 4. Oktober 2017 festgesetzt, in dem der Bewertungsgutachter ebenfalls zum Ergebnis gelangt, dass der feste jährliche Ausgleich in Form einer Garantiedividende gemäß § 304 AktG gegenwärtig EUR 0,11 (Bruttoausgleichsbetrag: EUR 0,13 vor Abzug aktueller Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) je WCM-Aktie beträgt. Unter Berücksichtigung der Ergebnisse des am 4. Oktober 2017 vom Vertragsprüfer als finalen Entwurf vorgelegten Prüfberichts hat der jeweilige Aufsichtsrat der Vertragsparteien am 4. Oktober 2017 der Festlegung von Art und Höhe des Ausgleichs durch die Vorstände der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG zugestimmt.

3.3 Ermittlung und Feststellung der angemessenen Abfindung nach § 305 AktG

Gemäß § 5 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags erhält jeder Außenstehende WCM-Aktionär, der das Abfindungsangebot annimmt, für je 23 WCM-Aktien 4 Abfindungsaktien. Diese Abfindung entspricht zugleich der Angebotsgegenleistung, welche die TLG IMMOBILIEN AG im Rahmen des Übernahmeangebots geboten hat. Der Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG hat sich dabei entschieden, das Umtauschverhältnis zugunsten der Außenstehenden WCM-Aktionäre anzupassen, um diesen einen Verkauf im Einklang mit den Bedingungen des Übernahmeangebots zu ermöglichen.

Die für die Vereinbarung der Art der Abfindung als Abfindung in Aktien ausschlaggebenden Gründe sind in Abschnitt IV.2.1.5.1 dargestellt.

Die Vorstände der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG haben übereinstimmend das Umtauschverhältnis auf Grundlage der Ergebnisse des Bewertungsgutachtens des Bewertungsgutachters vom 4. Oktober 2017 festgesetzt. Dabei haben sie zur Schaffung eines technisch einfacheren Umtauschverhältnisses und zur damit verbundenen Vermeidung der Entstehung von Aktienspitzen die durch den Bewertungsgutachter ermittelte Wertrelation von einer Abfindungsaktie für je rund 5,99 WCM-Aktien auf ein Umtauschverhältnis von 4 Abfindungsaktien für je 23 WCM-Aktien zugunsten der Außenstehenden WCM-Aktionäre angepasst. Unter Berücksichtigung der Ergebnisse des am 4. Oktober 2017 vom Vertragsprüfer als finalen Entwurf vorgelegten Prüfberichts haben die Aufsichtsräte der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG am 4. Oktober 2017 der Festlegung der Höhe der Abfindung durch die Vorstände der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG zugestimmt.

Bei der Bestimmung des Umtauschverhältnisses haben der Bewertungsgutachter und die Vertragsparteien den Börsenkurs der WCM-Aktie und der Aktien der TLG IMMOBILIEN AG berücksichtigt. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999 (Az. 1 BvR 1613/94) stellt der Börsenpreis grundsätzlich die Untergrenze bei der Bestimmung des den außenstehenden Aktionären anzubietenden Abfindungsbetrags dar. Der Bundesgerichtshof hat die Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts bezüglich der Relevanz des Börsenkurses für die Bestimmung des angemessenen Ausgleichs zuletzt in seinem Beschluss vom 19. Juli 2010 (Az. II ZB 18/09 – „Stollwerck“) konkretisiert. In diesem Beschluss hat der Bundesgerichtshof unter anderem ausgeführt, dass der maßgebliche Börsenkurs aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme zu ermitteln ist.

Der vom Bewertungsgutachter in seinem Bewertungsgutachten nach dem Ertragswertverfahren gemäß IDW S 1 zum 4. Oktober 2017 ermittelte objektivierte Unternehmenswert der TLG IMMOBILIEN AG beläuft sich auf rund EUR 1.926,9 Mio. und der Anteilswert, bei 94.611.266 Aktien der TLG IMMOBILIEN AG, beträgt rund EUR 20,37 je Abfindungsaktie. Der nach dem Ertragswertverfahren gemäß IDW S 1 zum 4. Oktober 2017 ermittelte objektivierte Unternehmenswert der WCM AG beläuft sich auf rund EUR 465,7 Mio. und der Anteilswert, bei 136.802.552 Aktien der WCM AG, beträgt rund EUR 3,40 je WCM-Aktie. Daraus ergibt sich ein rechnerisches Umtauschverhältnis von rund 5,99 WCM-Aktien zu einer Aktie der TLG IMMOBILIEN AG.

Die TLG IMMOBILIEN AG hat die Absicht, den Abschluss eines Beherrschungsvertrags zwischen den Vertragsparteien vorzubereiten und abzuschließen, im Wege einer Bekanntmachung im Bundesanzeiger am 29. September 2017 bekannt gegeben. Der auf Basis der von S&P Capital IQ veröffentlichten Börsenumsätze berechnete durchschnittliche Börsenkurs der WCM-Aktie bzw. der Aktie der TLG IMMOBILIEN AG im Dreimonatszeitraum vor der am 29. September 2017 erfolgten Bekanntgabe beträgt EUR 3,21 je WCM-Aktie und EUR 18,36 je Aktie der TLG IMMOBILIEN AG. Die Börsenkursrelation von WCM-Aktien zu Aktien der TLG IMMOBILIEN AG beträgt eine Abfindungsaktie zu je rund 5,72 WCM-Aktien und liegt damit unterhalb des vom Bewertungsgutachter auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten rechnerischen Umtauschverhältnisses von einer Abfindungsaktie zu je rund 5,99 WCM-Aktien.

Der volumengewichtete Börsenkurs ist nicht anzupassen und auf den Tag der Hauptversammlung hochzurechnen. Nach der Stollwerck-Entscheidung soll dies nur dann der Fall sein, wenn zwischen der öffentlichen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstrichen ist und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. Im vorliegenden Fall kommt eine Anpassung des volumengewichteten Dreimonats-Börsenkurses der Aktien der TLG IMMOBILIEN AG oder des volumengewichteten Dreimonats-Börsenkurses der WCM-Aktie schon deshalb nicht in Betracht, weil zwischen der Bekanntgabe der Absicht der TLG IMMOBILIEN AG, einen Beherrschungsvertrag abzuschließen (29. September 2017) und dem Tag, an dem die über die Zustimmung zum Beherrschungsvertrag beschließenden Hauptversammlung der WCM AG (17. November 2017) bzw. der TLG IMMOBILIEN AG (22. November 2017) stattfindet, eine Zeitspanne von weniger als zwei Monaten liegt. Dies stellt keinen längeren Zeitraum im Sinne der Stollwerck-Rechtsprechung.

3.4 Vertragsprüfung

Auf gemeinsamen Antrag der Vorstände der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG vom 9. August 2017 hat das Landgericht Frankfurt am Main durch Beschluss vom 17. August 2017 und 20. September 2017 gemäß § 293c Abs. 1 AktG die BBWP GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Cecilienallee 7, 40474 Düsseldorf zum sachverständigen Prüfer im Sinne von § 293b Abs. 1 AktG ausgewählt und bestellt. Für weitere Einzelheiten wird auf die Ausführungen unter Abschnitt IV.2.3.2.2 verwiesen.

Der unterzeichnete Prüfbericht wird zusammen mit den weiteren nach § 293f Abs. 1 AktG erforderlichen Unterlagen von der Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlungen der WCM AG, die am 17. November 2017 stattfinden soll, und der TLG IMMOBILIEN AG, die am 22. November 2017 stattfinden soll, auf der Internetseite der TLG IMMOBILIEN AG unter <http://www.ir.tlg.de> (Menüpunkt „Hauptversammlung“ > „Außerordentliche Hauptversammlung 2017“) und der WCM AG unter <http://www.wcm.de/> (Menüpunkt „Investoren“ > „Außerordentliche Hauptversammlung 2017“) zugänglich sein sowie in den Geschäftsräumen der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG zur Einsicht der Aktionäre ausliegen. Die nach § 293f AktG erforderlichen Unterlagen werden ferner während der außerordentlichen Hauptversammlungen der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG ausliegen. Jedem Aktionär der Vertragsparteien wird auf Verlangen unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen erteilt. Hinsichtlich der Einzelheiten der Auslegung und der Anforderung von Kopien dieser und weiterer Unterlagen wird auf die Einladungen zu den außerordentlichen Hauptversammlungen der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM AG verwiesen.

*[Unterschriftenseite TLG IMMOBILIEN AG zum gemeinsamen Bericht der Vorstände
der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft
gemäß § 293a AktG]*

Berlin, den 6. Oktober 2017

TLG IMMOBILIEN AG



Peter Finkbeiner
Vorstandsmitglied



Niclas Karoff
Vorstandsmitglied

- 2 [Unterschriftenseite WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft zum gemeinsamen Bericht der Vorstände der TLG IMMOBILIEN AG und der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft gemäß § 293a AktG]

Frankfurt am Main, den 6. Oktober 2017

WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft



Stavros Efremidis
Vorstandsvorsitzender



Ralf Struckmeyer
Chief Financial Officer

Anlage 1

Aufstellung der Beteiligungen der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft zum 30. September 2017

<u>Firma und Sitz</u>	<u>Anteil</u>	<u>Eigen- kapital</u>	<u>Jahres- ergebnis</u>
	(in %)	(in TEUR)	
Aschgo GmbH & Co. KG, Berlin	94,0	6.889	(255)
Barisk GmbH & Co. KG, Berlin	94,0	3.653	1
Berkles GmbH & Co. KG, Berlin	94,0	3.494	(58)
Greenman 1D GmbH, Berlin ⁽²⁾	94,0	5.286	79
Main Triangel Gastronomie GmbH, Berlin	100,0	114	(101)
River Berlin Immobilien GmbH & Co. KG, Berlin ⁽²⁾	94,9	2.025	398
River Bonn Immobilien GmbH & Co. KG, Berlin	94,9	2.289	2
River Düsseldorf Immobilien GmbH & Co. KG, Berlin ⁽¹⁾	94,9	1.207	8
River Frankfurt Immobilien GmbH & Co. KG, Berlin ⁽¹⁾	94,9	14.327	68
Triangel Frankfurt Immobilien GmbH & Co. KG, Berlin	94,9	16.725	(1.287)
WCM Besitzgesellschaft mbH & Co. KG, Berlin ⁽²⁾	100,0	25	100
WCM Beteiligungsgesellschaft mbH & Co. KG, Berlin ⁽¹⁾	100,0	25	266
WCM Handelsmärkte I GmbH, Berlin	94,9	0	(281)
WCM Handelsmärkte II GmbH, Berlin	94,9	177	(321)
WCM Handelsmärkte III GmbH & Co. KG, Berlin	88,0	0	45
WCM Handelsmärkte IV GmbH & Co. KG, Berlin	94,9	17.859	439
WCM Handelsmärkte V GmbH & Co. KG, Berlin	100,0	93	(7)
WCM Handelsmärkte VI GmbH & Co. KG, Berlin	100,0	93	(7)
WCM Handelsmärkte VII GmbH & Co. KG, Berlin	94,9	6.831	(454)
WCM Handelsmärkte VIII GmbH & Co. KG, Berlin	94,0	(216)	(5)

Firma und Sitz	Anteil	Eigen- kapital	Jahres- ergebnis
	(in %)	(in TEUR)	
WCM Handelsmärkte IX GmbH & Co. KG, Berlin	94,8	6.557	(100)
WCM Handelsmärkte X GmbH & Co. KG, Berlin	94,8	6.004	(103)
WCM Handelsmärkte XI GmbH & Co. KG, Berlin	94,8	4.598	(74)
WCM Handelsmärkte XII GmbH & Co. KG, Berlin	94,8	2.222	(124)
WCM Handelsmärkte XIII GmbH & Co. KG, Frankfurt am Main ⁽⁴⁾	94,0	25	—
WCM Handelsmärkte XIV GmbH & Co. KG, Frankfurt am Main ⁽⁴⁾	94,0	25	—
WCM Handelsmärkte XV GmbH & Co. KG, Frankfurt am Main ⁽⁴⁾	94,0	25	—
WCM Handelsmärkte XVI GmbH & Co. KG, Frankfurt am Main ⁽⁴⁾	94,0	25	—
WCM Handelsmärkte XVII GmbH, Berlin	94,9	0	(462)
WCM Office I GmbH, Berlin	94,9	(214)	(214)
WCM Office II GmbH & Co. KG, Berlin	94,9	3.568	(1.798)
WCM Office III GmbH & Co. KG, Berlin	94,9	1.097	(991)
WCM Office IV GmbH & Co. KG, Berlin	94,9	2.117	(49)
WCM Technical Services GmbH, Berlin	100,0	21	12
WCM Technical Services II GmbH, Berlin	100,0	34	11
WCM Vermögensverwaltung GmbH & Co. KG, Berlin	100,0	33.910	(31)
WCM Verwaltungs GmbH, Berlin	100,0	54	27
WCM Verwaltungs II GmbH, Berlin	100,0	29	6
WCM Verwaltungs III GmbH GmbH & Co. KG, Berlin	100,0	(10)	(35)
WCM Verwaltungs IV GmbH & Co. KG, Berlin ⁽³⁾	100,0	25	0
WCM Verwaltungs V GmbH, Berlin ⁽³⁾	100,0	25	0

Firma und Sitz	Anteil	Eigen- kapital	Jahres- ergebnis
	(in %)	(in TEUR)	
WCM Verwaltungs VI GmbH, Berlin ⁽³⁾	100,0	25	0
WCM Verwaltungs VII GmbH, Berlin ⁽³⁾	100,0	25	0

Erläuterungen:

- (1) Ergebnisabführungsvertrag mit der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft.
- (2) Ergebnisabführungsvertrag mit der WCM Beteiligungsgesellschaft mbH.
- (3) Da die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2017 gegründet wurde, hat sie noch keine Abschlüsse erstellt.
- (4) Da die Gesellschaft erst im Geschäftsjahr 2017 in eine GmbH & Co. KG nach deutschem Recht umgewandelt wurde, hat sie noch keinen Abschluss nach den Vorschriften des HGB erstellt.

Anlage 2

Aufstellung der Beteiligungen der TLG IMMOBILIEN AG zum 30. September 2017

<u>Firma und Sitz</u>	<u>Anteil</u>	<u>Eigen- kapital⁽¹⁾</u>	<u>Jahres- ergebnis⁽²⁾</u>
	(in %)	(in TEUR)	
Hotel de Saxe an der Frauenkirche GmbH, Dresden	100,0	22.200	1.175
TLG Beteiligungsgesellschaft Eins mbH & Co. KG, Berlin ⁽³⁾	100,0	—	—
TLG Beteiligungsgesellschaft Zwei mbH & Co. KG, Berlin ⁽³⁾	100,0	—	—
TLG Beteiligungsgesellschaft Drei mbH & Co. KG, Berlin ⁽³⁾	100,0	—	—
TLG CCF GmbH, Berlin ⁽⁴⁾	100,0	—	—
TLG FAB S.à r.l., Luxemburg ⁽⁵⁾	94,9	32.869	1.986
TLG Fixtures GmbH, Berlin	100,0	359	(1)
TLG MVF GmbH, Berlin ⁽⁴⁾	100,0	—	—
TLG Sachsen Forum GmbH, Berlin	100,0	24.104	79

Erläuterungen:

- (1) Zum 31. Dezember 2016.
- (2) Für das zum 31. Dezember 2016 endende Geschäftsjahr.
- (3) Da die Gesellschaft im Mai 2017 gegründet wurde, hat sie noch keine Abschlüsse erstellt. Die Gesellschaft wird nicht in den Konzernabschlüssen der TLG IMMOBILIEN AG konsolidiert.
- (4) Das Geschäftsjahr der Gesellschaft endet zum 30. Juni. Da die Gesellschaft im September 2016 gegründet wurde, hat sie noch keine Abschlüsse erstellt.
- (5) Gemäß den in Luxemburg allgemein anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen.

Anlage 3:

**Beherrschungsvertrag zwischen der TLG IMMOBILIEN AG und der
WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft vom 6. Oktober 2017**

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

Anlage 4

**Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 17. August 2017 und vom
20. September 2017 über die Bestellung der BBWP GmbH
zum sachverständigen Prüfer (Vertragsprüfer)
im Sinne von § 293b Abs. 1 AktG**

LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN BESCHLUSS

In dem Verfahren

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

Vorstand	PPA	AL
19. Aug. 2017		
Kopie	Bearbeitung	

- 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 gegriffenen 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 Prüfberichte 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



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



Anlage 5

**Gutachtliche Stellungnahme der ValueTrust Financial Advisors SE
zur Angemessenheit der Abfindung und des Ausgleichs des Beherrschungsvertrags
zwischen der TLG IMMOBILIEN AG und der
WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft**

VALUETRUST

Gutachtliche Stellungnahme

zur Angemessenheit der Abfindung und des Ausgleichs des Beherrschungsvertrags zwischen der TLG Immobilien AG und WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

4. Oktober 2017

Inhaltsübersicht

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung.....	10
1.1.	Auftrag.....	10
1.2.	Auftragsdurchführung.....	12
1.3.	Vorausgegangenes Übernahmeangebot	13
2.	Markt- und Wettbewerbsumfeld	14
2.1.	Makroökonomische Situation und Ausblick.....	14
2.2.	Entwicklung des Immobilienmarktes in Deutschland	17
3.	Bewertungsobjekte	26
3.1.	Bewertungsobjekt TLG	26
3.2.	Bewertungsobjekt WCM.....	45
3.3.	Vergleichbare Unternehmen (Peer Group)	63
4.	Allgemeine Bewertungsgrundsätze.....	66
4.1.	Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG	66
4.2.	Anforderungen an die Festlegung des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG	67
4.3.	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1	67
4.4.	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung.....	70
4.5.	Bewertung anhand des Ertragswertverfahrens	71
4.6.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	74
4.7.	Liquidationswert.....	76
4.8.	Berücksichtigung von Synergien nach IDW S 1	77
5.	Bewertung der TLG	79
5.1.	Plausibilisierung der Unternehmensplanung.....	79
5.2.	Konvergenz- und Fortführungsphase	97
5.3.	Übersicht wesentlicher Kennzahlen der Konvergenz-/Fortführungsphase.....	101
5.4.	Eigenkapitalkosten.....	105
5.5.	Stand Alone-Bewertung.....	112
6.	Bewertung der WCM	127
6.1.	Plausibilisierung der Unternehmensplanung.....	127
6.2.	Erweiterte Planung	148
6.3.	Fortführungsphase	151
6.4.	Übersicht wesentlicher Kennzahlen der Konvergenz-/Fortführungsphase.....	154
6.5.	Eigenkapitalkosten.....	158
6.6.	Stand Alone-Bewertung.....	161

7. Würdigung der Synergien nach IDW S 1	175
8. Festlegung der angemessenen Abfindung und des Austauschverhältnisses	178
9. Ableitung und Festlegung des Ausgleichs	179
10. Zusammenfassung zur Angemessenheit der Abfindung und des Ausgleichs	183
Anlagen	185

Inhaltsverzeichnis

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung.....	10
1.1.	Auftrag.....	10
1.2.	Auftragsdurchführung	12
1.3.	Vorausgegangenes Übernahmeangebot	13
2.	Markt- und Wettbewerbsumfeld	14
2.1.	Makroökonomische Situation und Ausblick.....	14
2.2.	Entwicklung des Immobilienmarktes in Deutschland	17
3.	Bewertungsobjekte	26
3.1.	Bewertungsobjekt TLG	26
3.1.1.	Unternehmenshistorie	26
3.1.2.	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	26
3.1.3.	Wirtschaftliche Grundlagen	28
3.1.3.1.	Geschäftsmodell	28
3.1.3.2.	Unternehmensstrategie.....	30
3.1.4.	Ertrags- und Vermögenslage	30
3.1.4.1.	Ertragslage	31
3.1.4.2.	Vermögenslage	35
3.1.5.	SWOT-Analyse.....	39
3.1.5.1.	Stärken.....	39
3.1.5.2.	Schwächen	40
3.1.5.3.	Gelegenheiten.....	42
3.1.5.4.	Gefahren	42
3.1.5.5.	Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil.....	44
3.2.	Bewertungsobjekt WCM.....	45
3.2.1.	Unternehmenshistorie	46
3.2.2.	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	46
3.2.3.	Wirtschaftliche Grundlagen	47
3.2.3.1.	Geschäftsmodell	47
3.2.3.2.	Unternehmensstrategie.....	49
3.2.4.	Ertrags- und Vermögenslage	50
3.2.4.1.	Ertragslage	50
3.2.4.2.	Vermögenslage	54

3.2.5.	SWOT-Analyse.....	58
3.2.5.1.	Stärken.....	58
3.2.5.2.	Schwächen.....	59
3.2.5.3.	Gelegenheiten.....	60
3.2.5.4.	Gefahren.....	60
3.2.5.5.	Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil.....	61
3.3.	Vergleichbare Unternehmen (Peer Group).....	63
3.3.1.	Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group.....	63
3.3.2.	Peer Group-Übersicht.....	64
4.	Allgemeine Bewertungsgrundsätze.....	66
4.1.	Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG.....	66
4.2.	Anforderungen an die Festlegung des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG.....	67
4.3.	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1.....	67
4.4.	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung.....	70
4.5.	Bewertung anhand des Ertragswertverfahrens.....	71
4.5.1.	Wert des Eigenkapitals und Ertragswert.....	72
4.5.2.	Minderheiten.....	74
4.5.3.	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen.....	74
4.5.4.	Wert des Eigenkapitals.....	74
4.6.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	74
4.7.	Liquidationswert.....	76
4.8.	Berücksichtigung von Synergien nach IDW S 1.....	77
5.	Bewertung der TLG.....	79
5.1.	Plausibilisierung der Unternehmensplanung.....	79
5.1.1.	Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung.....	79
5.1.2.	Analyse der Planungstreue.....	80
5.1.3.	Plausibilisierung der Unternehmensplanung.....	81
5.1.3.1.	Mieterlöse.....	82
5.1.3.2.	Ergebnis aus Vermietung.....	85
5.1.3.3.	Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT).....	86
5.1.3.4.	Finanzergebnis.....	88
5.1.3.5.	Jahresüberschuss.....	89
5.1.3.6.	Bilanzplanung.....	90
5.1.3.7.	Ergebnis der Analyse der Planungsrechnung.....	96

5.2.	Konvergenz- und Fortführungsphase	97
5.3.	Übersicht wesentlicher Kennzahlen der Konvergenz-/Fortführungsphase.....	101
5.4.	Eigenkapitalkosten.....	105
5.4.1.	Basiszinssatz	106
5.4.2.	Risikozuschlag	106
5.4.3.	Wachstumsabschlag.....	109
5.5.	Stand Alone-Bewertung.....	112
5.5.1.	Ertragswert nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern	112
5.5.1.1.	Minderheiten	115
5.5.1.2.	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen	115
5.5.1.3.	Wert des Eigenkapitals vor Sachkapitalerhöhung	116
5.5.2.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode	116
5.5.3.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses.....	119
5.5.4.	Fazit zum Stand Alone-Wert des Eigenkapitals	125
5.5.5.	Wert des Eigenkapitals nach Sachkapitalerhöhung.....	125
6.	Bewertung der WCM	127
6.1.	Plausibilisierung der Unternehmensplanung.....	127
6.1.1.	Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung	127
6.1.2.	Analyse der Planungstreue.....	129
6.1.3.	Analyse der Planungsrechnung	130
6.1.3.1.	Mieterlöse.....	130
6.1.3.2.	Ergebnis aus der Vermietung.....	134
6.1.3.3.	Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	135
6.1.3.4.	Finanzergebnis	138
6.1.3.5.	Jahresüberschuss	139
6.1.3.6.	Bilanzplanung.....	140
6.1.3.7.	Ergebnis der Analyse der Planungsrechnung	146
6.2.	Erweiterte Planung	148
6.3.	Fortführungsphase	151
6.4.	Übersicht wesentlicher Kennzahlen der Konvergenz-/Fortführungsphase.....	154
6.5.	Eigenkapitalkosten.....	158
6.5.1.	Basiszinssatz	158
6.5.2.	Risikozuschlag	158
6.5.3.	Wachstumsabschlag.....	159

6.6.	Stand Alone-Bewertung.....	161
6.6.1.	Ertragswert nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern	161
6.6.1.1.	Minderheiten	165
6.6.1.2.	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen	165
6.6.1.3.	Wert des Eigenkapitals.....	166
6.6.2.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode	166
6.6.3.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses.....	169
6.6.4.	Fazit zum Stand Alone-Wert des Eigenkapitals	174
7.	Würdigung der Synergien nach IDW S 1	175
8.	Festlegung der angemessenen Abfindung und des Austauschverhältnisses	178
9.	Ableitung und Festlegung des Ausgleichs	179
10.	Zusammenfassung zur Angemessenheit der Abfindung und des Ausgleichs	183
	Anlagen	185
	1. Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen	185
	2. Ansprechpartner	187
	3. Grundgesamtheit der Peer Group.....	188
	4. Gutachterliche Anpassungen TLG	189
	5. Gutachterliche Anpassungen WCM	191
	6. Kapitalflussrechnung TLG.....	194
	7. Kapitalflussrechnung WCM.....	195
	8. Definition wesentlicher Kennzahlen	196

Abkürzungsverzeichnis:

AG	=	Aktiengesellschaft
AktG	=	Aktiengesetz
BGH	=	Bundesgerichtshof
BIP	=	Bruttoinlandsprodukt
BVerfG	=	Bundesverfassungsgericht
BvR	=	Aktenzeichen des Bundesverfassungsgerichts
CAGR	=	Compound Annualized Growth Rate (annualisierte Wachstumsrate)
CAPEX	=	Capital Expenditures (Brutto-Investitionen)
CAPM	=	Capital Asset Pricing Model
CDAX	=	Composite DAX
DAX	=	Deutscher Aktienindex
DCF	=	Discounted Cashflow
DIMAX	=	Deutscher Immobilienaktienindex
EBITDA	=	(Operatives) Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
EBIT	=	(Operatives) Ergebnis vor Zinsen und Steuern
EBT	=	Ergebnis vor Ertragsteuern
EPRA	=	European Public Real Estate Association
EStG	=	Einkommensteuergesetz
EU	=	Europäische Union
EUR	=	Euro
EZB	=	Europäische Zentralbank
FAUB	=	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FFO	=	Funds from operations
FTSE	=	Financial Times Stock Exchange
GmbH	=	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	=	Gewinn- und Verlustrechnung
GewStG	=	Gewerbsteuergesetz
HGB	=	Handelsgesetzbuch
HRB	=	Handelsregisterblatt
IDW	=	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	=	IDW Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008, Stand: 2. April 2008)
IFRS	=	International Financial Reporting Standards
ISIN	=	International Securities Identification Number
IWF	=	Internationaler Währungsfonds

i.H.v.	=	in Höhe von
KSt	=	Körperschaftsteuer
KStG	=	Körperschaftsteuergesetz
LG	=	Landgericht
LLP	=	Limited Liability Partnership
LTM	=	Last twelve months (letzte zwölf Monate)
LTV	=	Loan to Value
M&A	=	Mergers & Acquisitions (Unternehmenstransaktionen)
MESZ	=	Mitteleuropäischer Zeit
Mio.	=	Millionen
Mrd.	=	Milliarden
MRP	=	Marktrisikoprämie
NAREIT	=	National Association of Real Estate Investment Trusts
NOI	=	Net operating income
MwSt	=	Mehrwertsteuer
OECD	=	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OLG	=	Oberlandesgericht
p.a.	=	Per annum
rd.	=	rund
SE	=	Societas Europaea
SDAX	=	Small-Cap-Dax
SWOT	=	Modell zur Analyse von Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells sowie Gelegenheiten und Gefahren des Markt- und Wettbewerbsumfelds
S&P	=	Standard & Poor's (Ratingagentur)
Tax-CAPM	=	Capital Asset Pricing Modell unter Einbezug von Steuern
Tsd.	=	Tausend
TV	=	Terminal Value
Tz.	=	Textziffer
VWAP	=	Volume weighted average price
WALT	=	Weighted average lease term
WP	=	Wirtschaftsprüfer
WpÜGAngebV	=	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots
XETRA	=	Elektronisches Handelssystem der Deutsche Börse AG

1. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

1.1. Auftrag

1. Mit dem Schreiben vom 19. Juli 2017 haben die TLG IMMOBILIEN AG, Berlin („TLG“) und die WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-AG, Frankfurt am Main („WCM“, und zusammen mit der TLG die „Auftraggeber“), die ValueTrust Financial Advisors SE, München („ValueTrust“) beauftragt, eine Gutachtliche Stellungnahme zur Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung gemäß § 305 AktG und des Ausgleichs gemäß § 304 AktG im Zusammenhang mit dem Abschluss eines Beherrschungsvertrages zwischen der TLG und WCM zu erstellen.
2. Die TLG beabsichtigt sich im Rahmen des am 6. Oktober 2017 von den Auftraggebern zu unterzeichnenden Beherrschungsvertrages („Beherrschungsvertrag“) zu verpflichten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der WCM 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 Austauschverhältnis 4 Abfindungsaktien gegen 23 WCM-Aktien („Austauschverhältnis“) zu erwerben („Abfindung“).
3. Zudem beabsichtigt die TLG den außenstehenden Aktionären der WCM für die Dauer des Beherrschungsvertrags die Leistung einer jährlichen festen Ausgleichszahlung in Form einer Garantiedividende („Garantiedividende“ oder „Ausgleich“), erstmals für das Geschäftsjahr der WCM, in dem der Beherrschungsvertrag wirksam wird, zu garantieren. 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 („WCM-Aktien“) hinter der Garantiedividende zurückbleibt, wird die TLG jedem außenstehenden Aktionär der WCM den entsprechenden Differenzbetrag je WCM-Aktie zahlen. Die Garantiedividende beträgt für jedes volle Geschäftsjahr der WCM für jede WCM-Aktie einem Betrag von brutto EUR 0,13 („Bruttoausgleichsbetrag“) abzüglich des Betrages etwaiger Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz („Nettoausgleichsbetrag“). Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags kommen 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 Beherrschungsvertrags eine Garantiedividende in Höhe von EUR 0,11 je WCM-Aktie für ein volles Geschäftsjahr der WCM.
4. Zur Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung und des Ausgleichs ermittelt ValueTrust auftragsgemäß jeweils einen objektivierten Unternehmenswert nach dem IDW Standard 1 „Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008, Stand: 2. April 2008, „IDW S 1“). Im Sinne dieser Verlautbarung gibt ValueTrust seine Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines neutralen Gutachters ab. Neben der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 berücksichtigt ValueTrust ebenso, die sich in der Rechtsprechung zur Ermittlung der angemessenen Abfindung und des Ausgleichs bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen entwickelten Grundsätze zur Unternehmensbewertung.

5. Der gemäß IDW S 1 ermittelte objektivierte Wert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt. Vor diesem Hintergrund haben wir auftragsgemäß im Einklang mit IDW S 1 und der Rechtsprechung eine Plausibilisierung der Planungsrechnung durchgeführt.
6. Bewertungsanlass ist der Abschluss eines Beherrschungsvertrages. In diesem Zusammenhang möchten die Vorstände der TLG und der WCM das durch sie festgelegte Austauschverhältnis der Aktien von der TLG und WCM (im Folgenden „Austauschverhältnis“) als der gemäß § 305 AktG zu gewährenden Abfindung hinsichtlich der Angemessenheit beurteilen lassen.
7. Der Beherrschungsvertrag bedarf der Zustimmung der Hauptversammlungen der WCM und der TLG. Als Termin für die über den Beherrschungsvertrag abstimmende, außerordentliche Hauptversammlung der WCM wurde der 17. November 2017 und der TLG der 22. November 2017 festgelegt.
8. Die Gutachtliche Stellungnahme soll die Grundlage für den gemeinsamen Bericht der Vorstände der TLG und der WCM sein, der im Zusammenhang mit den Einladungen zu den außerordentlichen Hauptversammlungen, die über den Abschluss des Beherrschungsvertrags beschließen sollen, veröffentlicht wird.
9. Als Bewertungsstichtag wurde der 17. November 2017 als Datum der über den Beherrschungsvertrag beschließenden, außerordentlichen Hauptversammlung der WCM festgelegt.
10. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit, auch im Verhältnis zu Dritten, gelten die im Auftragschreiben vom 19. Juli 2017 dokumentierten Auftragsbedingungen. Diese Gutachtliche Stellungnahme ist ausschließlich für die interne Verwendung durch die Auftraggeber sowie zum Zwecke des Abschlusses des Beherrschungsvertrags erstellt. Die interne Verwendung umfasst neben Informationszwecken für Vorstände und Aufsichtsräte der TLG und der WCM auch die Veröffentlichung im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Durchführung der außerordentlichen Hauptversammlungen der TLG und der WCM sowie die Verwendung im Zusammenhang mit sich potentiell anschließenden Spruchverfahren, vorausgesetzt unsere Gutachtliche Stellungnahme wird vollständig und mit allen Anhängen weitergegeben. Ferner dient unsere Gutachtliche Stellungnahme als Grundlage für den gemeinsamen Bericht der Vorstände der TLG und der WCM, der sich auf unsere Gutachtliche Stellungnahme bezieht und diese teilweise oder vollständig wiedergeben darf.
11. Darüber hinaus darf diese Gutachtliche Stellungnahme Dritten nicht ohne unsere vorherige schriftliche Genehmigung zugänglich oder bekannt gemacht werden. In keinem Fall, gleichgültig, ob eine Einwilligung oder vorherige Zustimmung erteilt wurde oder nicht, übernehmen wir gegenüber Dritten Haftung für die Gutachtliche Stellungnahme.

1.2. Auftragsdurchführung

12. Wir haben unsere Arbeiten vom 19. Juli 2017 bis zum 4. Oktober 2017 in unseren Büroräumen durchgeführt. Für die Auftragsdurchführung standen uns im Wesentlichen die in der Anlage 1 „Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen“ dargestellten Informationen zur Verfügung. Dieser Gutachtlichen Stellungnahme liegt ein Kenntnisstand bezogen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der beiden Gesellschaften sowie deren zukünftiger Entwicklung zum 4. Oktober 2017, Kapitalmarktdaten zum 29. September 2017 sowie Börsenkurse der TLG und WCM zum 28. September 2017 zugrunde.
13. Grundsätzlich basiert unsere Wertermittlung auf den für die Bewertung zur Verfügung gestellten Unterlagen. Dabei wurden erhaltene Informationen von uns kritisch gewürdigt, jedoch keiner Prüfung im Sinne einer Jahresabschlussprüfung unterzogen.
14. Im Rahmen unserer Plausibilisierungshandlungen haben wir darüber hinaus Gespräche über die allgemeine Geschäftstätigkeit, die aktuelle und prognostizierte finanzwirtschaftliche Lage sowie die zukünftige strategische Ausrichtung von TLG und WCM geführt und in diesem Zusammenhang mündliche Informationen und Erläuterungen von den in Anlage 2 aufgeführten Vorstandsmitgliedern und Mitarbeitern der jeweiligen Gesellschaft sowie deren Beratern erhalten.
15. Die TLG hat uns gegenüber zum 4. Oktober 2017 eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns alle Angaben, die für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, richtig und vollständig erteilt wurden. Eine vergleichbare Erklärung wurde von der WCM in Bezug auf die für die WCM zutreffenden Angaben zum 4. Oktober 2017 abgegeben.
16. Wir betonen, dass sich üblicherweise Unterschiede zwischen den erwarteten und den tatsächlich erzielten Ergebnissen ergeben, da Ereignisse anders als ursprünglich geplant eintreten können. Diese Unterschiede können wesentlich sein. Daher übernehmen wir keine Haftung und Verantwortung für den Eintritt der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen und Ergebnisse und/oder die durchzuführenden Maßnahmen sowie das Ergebnis der unternehmerischen Aktivität. Gleichfalls tätigen wir keine Aussage zu der Erreichbarkeit der Planungsergebnisse sowie der Richtigkeit und Vollständigkeit der in den Planungsrechnungen unterstellten Annahmen, Ergebnisse und Informationen.
17. Wir weisen darauf hin, dass die nachfolgend dargestellten Berechnungen zur Ableitung der Unternehmenswerte grundsätzlich in Millionen Euro ausgewiesen werden. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition bzw. Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- bzw. Gesamtsummen führen.

1.3. Vorausgegangenes Übernahmeangebot

18. Dem Abschluss des Beherrschungsvertrags ist ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot („Übernahmeangebot“) der TLG an die Aktionäre der WCM zum Erwerb sämtlicher Aktien der WCM (ISIN DE000A1X3X33 und ISIN DE000A2E4K27) 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 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 Angebot während der Annahmefrist nicht angenommen haben, das Angebot noch bis zum 26. September 2017 annehmen. Bis zu diesem Stichtag ist das Übernahmeangebot für 117.505.327 WCM-Aktien angenommen worden. Dies entspricht bei einer Aktienanzahl von 136.802.552 Stück einem Anteil von 85,89%. Unter der Bedingung, dass sämtliche Vollzugsbedingungen des Übernahmeangebots erfüllt sind, erfolgt die Einbringung der WCM-Aktien, für die das Angebot angenommen wurde, per Sachkapitalerhöhung am 6. Oktober 2017 und damit vor dem Bewertungsstichtag. Die Ausgabe der im Gegenzug an die Aktionäre der WCM zu gewährenden neuen TLG Aktien ist spätestens zum 11. Oktober 2017 beabsichtigt.

2. MARKT- UND WETTBEWERBSUMFELD

19. Zur Einschätzung der ökonomischen Situation zum Bewertungsstichtag und der zukünftigen Entwicklung der TLG und der WCM ist eine grundlegende Analyse des (makro-)ökonomischen Umfelds sowie eine Abschätzung über die weitere wirtschaftliche Entwicklung erforderlich.

2.1. Makroökonomische Situation und Ausblick

20. Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds erfolgt in diesem Zusammenhang auf Basis des Wachstums des realen Bruttoinlandsprodukts (im Folgenden „BIP“), der Verbraucherpreisindizes sowie des Bevölkerungswachstums in den relevanten Regionen. Die beiden Gesellschaften erzielen alle ihre Umsätze mit Mietern bzw. Immobilien in Deutschland. Daher werden Deutschland und einige ausgewählte Regionen im Folgenden näher betrachtet. Im Wesentlichen wird dabei auf Informationen des Internationalen Währungsfonds (im Folgenden „IWF“) abgestellt:¹

Prozentuale Veränderung des realen Bruttoinlandsproduktes

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Prognose			
									2017	2018	[...]	2022
Welt	-0,1	5,4	4,2	3,5	3,4	3,5	3,4	3,1	3,5	3,6	[...]	3,8
Euroraum	-4,5	2,1	1,5	-0,9	-0,3	1,2	2,0	1,7	1,9	1,7	[...]	1,5
Deutschland	-5,6	4,0	3,7	0,7	0,6	1,6	1,5	1,8	1,8	1,6	[...]	1,2

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook, April/Juli 2017

21. Ähnlich wie im Vorjahr ist die globale Wirtschaftsleistung im Jahr 2016 moderat mit 3,1% (2015: 3,4%) gewachsen. Dieses relativ konstante globale Wachstum spiegelt einerseits die höheren Wachstumsraten in den Industrieländern und andererseits das abflachende Wachstum der aufstrebenden Volkswirtschaften wider. Nichtsdestotrotz war die Wachstumsrate der aufstrebenden Volkswirtschaften mit 4,1% im Jahr 2016 noch weit über den Wachstumsraten der Industriestaaten i.H.v. 1,7%. Für das Jahr 2017 wird eine weiterhin moderate Steigerung der globalen Wirtschaft von 3,5% erwartet.
22. Dabei nimmt das Wirtschaftswachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften wieder etwas zu, nachdem es sich in den Vorjahren leicht abschwächte. Gründe für ein langsamerer Wirtschaftswachstum waren insbesondere geringere Wachstumsraten in China und die niedrigen Ölpreise, welche die ölexportierenden Volkswirtschaften schwächten. In der Zukunft wird erwartet, dass diese negativen Effekte durch Maßnahmen der chinesischen Regierung einerseits und sich erholende Ölpreise andererseits nachlassen.
23. In den Industriestaaten wiederum wird für das Jahr 2017 eine Wachstumsrate von 2,0% erwartet, wobei in vielen dieser Volkswirtschaften die expansive Geldpolitik eine wesentliche Stütze des Wachstums ist. Die Wirtschaftsleistung der USA – als ein maßgeblicher Indikator für die Weltwirtschaft – ist im Jahr 2016 um 1,6% gewachsen. Der IWF prognostiziert für die

¹ Vgl. im Folgenden International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2017 und Juli 2017.

Jahre 2017 und 2018 eine stärkere Entwicklung des BIPs der USA mit realen Wachstumsraten von 2,3% im Jahr 2017 bzw. 2,5% im Jahr 2018.

24. Im Euroraum hat sich die Wirtschaft nach den Auswirkungen der europäischen Staatsschuldenkrise im Jahr 2016 weiter deutlich erholt. Nach einem Anstieg des BIPs um 2,0% im Jahr 2015, betrug das Wachstum im vergangenen Jahr 1,7%. Private Investitionen sind jedoch – mit Ausnahme von Irland, Spanien und Deutschland – auf einem niedrigen Niveau verblieben. Für die nächsten Jahre werden Wachstumsraten auf einem ähnlichen Niveau wie im Jahr 2016 erwartet (2017: 1,9%, 2018: 1,7%). Allerdings bremsen die Nachwirkungen der europäischen Staatsschuldenkrise und die ungünstige demografische Entwicklung in den Eurostaaten sowie der stärkere Euro durch den negativen Effekt auf die Exporte den Aufschwung weiterhin etwas. Dem entgegen steht eine Lockerung der harten Sparpolitik in einigen Euroländern.
25. Auch die deutsche Wirtschaft wuchs im Jahr 2016 deutlich mit einer Wachstumsrate von 1,8%. Dieser solide Aufschwung dürfte sich im laufenden Jahr fortsetzen. Der IWF erwartet ein reales Wachstum des deutschen BIPs von 1,8% im Jahr 2017, während die Deutsche Bundesbank von 1,9%² ausgeht. Dieses Wachstum wird hauptsächlich von einer robusten Binnennachfrage, einem stabilen Arbeitsmarkt und steigenden Haushaltseinkommen getrieben. Auch der positive Effekt durch steigende Exporte dürfte in den nächsten Jahren wieder zunehmen. In seiner Langzeitprognose geht der IWF für Deutschland von einer Wachstumsrate von 1,2% für das Jahr 2022 aus.
26. Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds erfolgt darüber hinaus auf Basis der Entwicklung der Verbraucherpreisindizes:

Prozentuale Veränderung des Verbraucherpreisindex

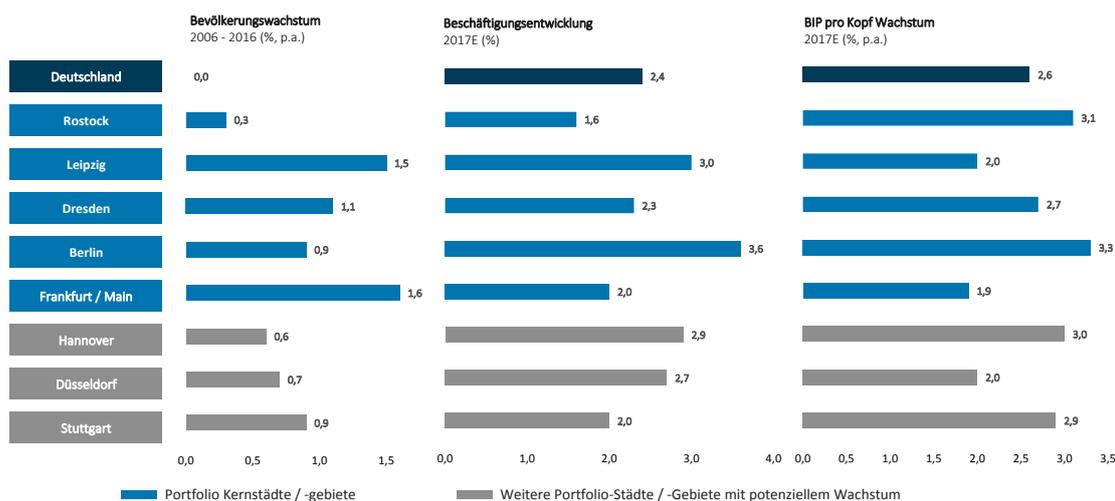
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Prognose			
									2017	2018	[...]	2022
Euroraum	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4	0,0	0,2	1,7	1,5	[...]	1,9
Deutschland	0,2	1,1	2,5	2,1	1,6	0,8	0,1	0,4	2,0	1,7	[...]	2,4

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2017

27. Im vergangenen Jahr stiegen die Verbraucherpreise in der Eurozone, wie auch bereits im Jahr 2015, nur marginal mit einer Inflationsrate von 0,2%. Für das aktuelle Jahr wird jedoch ein signifikanter Anstieg der Inflationsraten erwartet.
28. Der IWF prognostiziert einen Preisanstieg von rd. 1,7% im Euroraum für das Jahr 2017. Neben dem Wirtschaftswachstum trägt auch die anhaltende Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank (im Folgenden „EZB“) dazu bei, die Teuerungsrate wieder in den anvisierten Korridor von „unter, aber nahe bei 2,0%“ zu treiben. In der Langzeitprognose wird – in Einklang mit dem Inflationsziel der EZB – eine Inflationsrate von 1,9% im Jahr 2022 im Euroraum erwartet.

² Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Juni 2017.

29. Vom Jahr 2011 bis zum Jahr 2016 war in Deutschland – analog zum Euroraum – ein deutlicher Rückgang der Inflationsrate zu beobachten. Dieser Trend hat sich jedoch mit dem Jahr 2017 wieder umgekehrt. Dies hat zur Folge, dass auf Jahressicht von einer Teuerungsrate in Deutschland von 2,0% (IWF) bzw. 1,5% (Bundesbank³) für das Jahr 2017 ausgegangen wird. Kurzfristig ist der Anstieg der Verbraucherpreise insbesondere davon abhängig, wann und in welchem Umfang sich die Rohstoffpreise (z.B. Rohölpreise) erholen und weiter ansteigen werden. In der langfristigen Perspektive wird für das Jahr 2022 eine Inflationsrate von 2,4% in Deutschland prognostiziert, welche über der Prognose i.H.v. 1,9% für den Euroraum liegt. Diese höhere Teuerungsrate lässt sich vornehmlich durch die einheitliche Geldpolitik der EZB im Euroraum erklären. In einem wirtschaftlich starken Land mit einer hohen Wettbewerbsfähigkeit wie Deutschland, treiben niedrige Zinsen und weitere unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen die Inflation über die angepeilte Rate von knapp 2%. Daher sind Inflationsprognosen von über 2% für Deutschland mittelfristig plausibel.
30. Um dem Fokus der TLG und der WCM auf einige Schwerpunktregionen Rechnung zu tragen, haben wir im Folgenden die Metropolregionen analysiert, in denen die Unternehmen existierende Portfolien besitzen oder beabsichtigen ihre Präsenz auszubauen:⁴



31. Diese acht Schwerpunktregionen weisen insgesamt eine gute sozioökonomische und wirtschaftliche Entwicklung auf. Durch den langfristigen Trend, dass immer mehr Menschen in städtische Gebiete ziehen, zeigen die betrachteten Regionen allesamt positive Zuwächse an Einwohnern auf, während die Bevölkerungszahl im gesamten Bundesgebiet über die letzten zehn Jahre unverändert blieb. Besonders die guten Aussichten auf dem Arbeitsmarkt (veranschaulicht durch den Beschäftigungszuwachs) als auch das generell stärker wachsende reale BIP pro Kopf dürften die Hauptgründe für den großen Zuzug in städtische Gebiete im Allgemeinen und die Schwerpunktregionen der TLG und WCM im Speziellen sein.

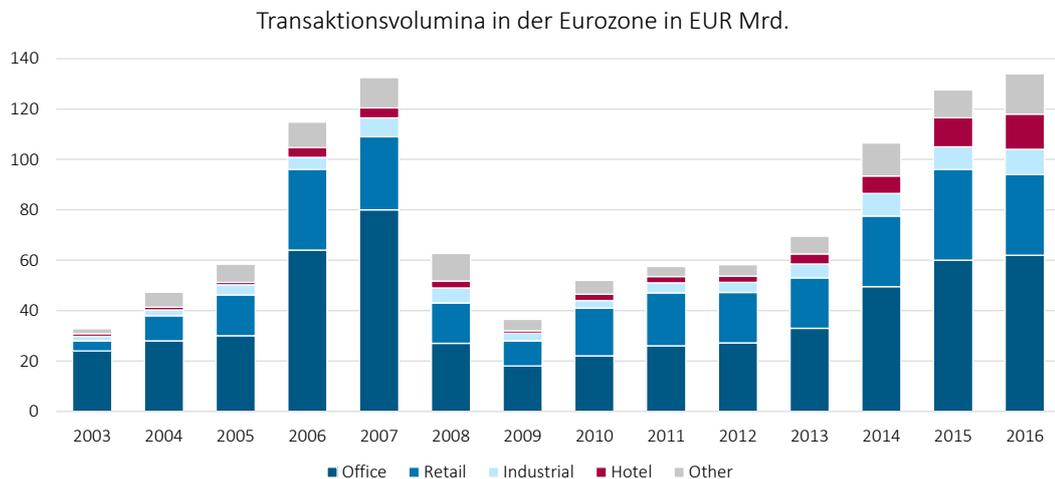
³ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Juni 2017.

⁴ Vgl. Statistisches Bundesamt und Landesämter für Statistik, 2017. Bevölkerungswachstum und BIP pro Kopf Wachstum für Rostock basieren auf Daten für die Jahre 2006 bis 2015 bzw. 2013 bis 2015.

32. Insgesamt können auf Basis der makroökonomischen Analysen in den kommenden Jahren reale Wachstumsraten von rd. 1,5% bis 2,0% sowie jährliche Preissteigerungen von rd. 2,0% im relevanten Absatzmarkt der TLG und der WCM erwartet werden. Hierbei können zukünftige Krisenphasen und exogene Schocks auftreten, die nicht unmittelbar in den dargestellten Prognosen enthalten sind und die Wachstumserwartungen dämpfen. Die Thematik der durchschnittlichen nominalen Wachstumserwartungen wird im Kapitel 5.4.3. (Tz. 389 ff) zur Ableitung der nachhaltigen Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse des Bewertungsobjekts wieder aufgegriffen.

2.2. Entwicklung des Immobilienmarktes in Deutschland

33. In Europa profitieren die Immobilienmärkte, insbesondere die Entwicklung der Transaktionsvolumina und der Mietpreise, von dem weiterhin stabilen konjunkturellen Ausblick in der Eurozone:



34. Bei Blick auf das Investitionsvolumen in Europa lässt sich feststellen, dass dieses, getrieben durch die zunehmende Erholung des Markts, im Jahr 2015 erstmals wieder seit dem Jahr 2008 die EUR 120 Mrd.-Grenze überschreiten konnte. Mit einem Gesamtvolumen i.H.v. EUR 127 Mrd. lag es damit nur 5,7% unter dem noch im Jahr 2007 erreichten Höhepunkt. Nach einem erheblichen Rückgang des Investitionsvolumens im Jahr 2008 und dem Tiefpunkt im Jahr 2009 konnte mit den Folgejahren ein positiver Trend eingeleitet werden. Nach einer nahezu konstanten Entwicklung in den Jahren 2010 bis 2013, erfolgte im Jahr 2014 eine besonders starke Entwicklung des Büroimmobilienmarkts, welche das Gesamtvolumen über die EUR 100 Mrd.-Marke hob. Der positive Trend der letzten Jahre konnte auch im Jahr 2016 fortgesetzt werden und das Investitionsvolumen im Jahr 2016 erreichte das Niveau des Rekordinvestitionsvolumens des Jahres 2007.⁵

⁵ Vgl. CBRE Quarterly Investment Volumes 4Q16.

35. Wesentlicher Treiber für die Entwicklung des europäischen Immobilienmarkts war die im abgelaufenen Jahr 2016 hervorgerufene politische und ökonomische Unsicherheit sowie das Niedrigzinsniveau. Aufgrund dieser Unsicherheit fokussieren sich Investoren weiterhin auf sog. „Core Assets“, vor allem in großen Städten und Metropolregionen.⁶
36. Auch für das Jahr 2017 stellen Immobilien aufgrund des Niedrigzinsumfelds für Investoren nach wie vor eine Anlagealternative zu Aktien und Schuldverschreibungen dar, so dass weiterhin mit einer hohen Nachfrage zu rechnen ist. Da die Renditen aufgrund der gestiegenen Marktpreise in der Zukunft deutlich niedriger sein werden als in den vergangenen Jahren, konzentrieren sich Investoren auf relativ risikoarme, intakte großstädtische Ballungsräume.⁷ Trotz der Auswirkungen des Brexits und der damit einhergehenden Unsicherheiten um Europas Zukunft ist der Immobilienmarkt optimistisch bzgl. seiner wichtigsten Märkte. Dennoch verändert der Brexit Europas Immobilienlandschaft. Deutschland verdrängt Großbritannien als Europas Nummer 1 der sog. „sicheren Häfen“. Dabei bilden Berlin, Hamburg und Frankfurt am Main die Spitze der Städte mit den besten Investitions- und Entwicklungsperspektiven in Europa. Als weitere Städte werden zudem europäische Metropolen wie Dublin, Madrid, Kopenhagen, Lissabon, Stockholm, Lyon und München genannt. Der Immobilienmarkt in London gilt dagegen als überbeuert.⁸
37. Nach einer Studie der Schweizer Bank UBS liegt die erwartete jährliche Gesamtrendite für Gewerbeimmobilien in Europa in den nächsten drei Jahren bei durchschnittlich ca. 5,5%. Während in Deutschland die Renditeerwartung nur bei 5,6% liegt, erreicht sie in Spanien ca. 8,0%. Hierin spiegelt sich das größere Risiko südeuropäischer Immobilienmärkte im Nachgang zur Finanzkrise wider.⁹
38. Risiken in Bezug auf den europäischen Immobilienmarkt ergeben sich aus der Entwicklung des Ölpreises, der Terrorismusgefahr, dem schwachen Wirtschaftswachstum in China sowie aus dem Votum von Großbritannien zum Austritt aus der EU.¹⁰ Erste Auswirkungen dieses Votums sind bereits spürbar. Die Rückgabe von Anteilen vieler Anleger aus Angst vor fallenden Immobilienpreisen und sinkenden Renditen bewegte bereits erste britische Immobilienfonds dazu, den Handel mit Fondsanteilen aus Mangel an Barmitteln zu stoppen. Diese Entwicklungen könnten zudem Folgen für ausländische Immobilienfonds haben. Bei sinkenden Mieten und Preise würden auch deutsche Immobilienfonds mit derzeitigem Anteil von 10,0% an Immobilien in Großbritannien über die gesamte Branche mit erheblichen Wertverlusten rechnen müssen. Mit einhergehenden fallenden Anteilswerten und schmälern den Renditen könnten in diesem Zusammenhang Fondsanleger vermehrt über eine Rückgabe ihrer Anteile nachdenken. Für London als den größten Investitionsstandort deutscher Fonds werden Wertverluste von rd. 15%

⁶ Vgl. UBS, Eurozone Real Estate Outlook, 1H17, S. 4.

⁷ Vgl. Patrizia Insight, European Commercial Property Markets, 2017, S. 36-37.

⁸ Vgl. PwC, Emerging Trends in Real Estate, Beyond the Capital, Europe 2017, S. 29-30.

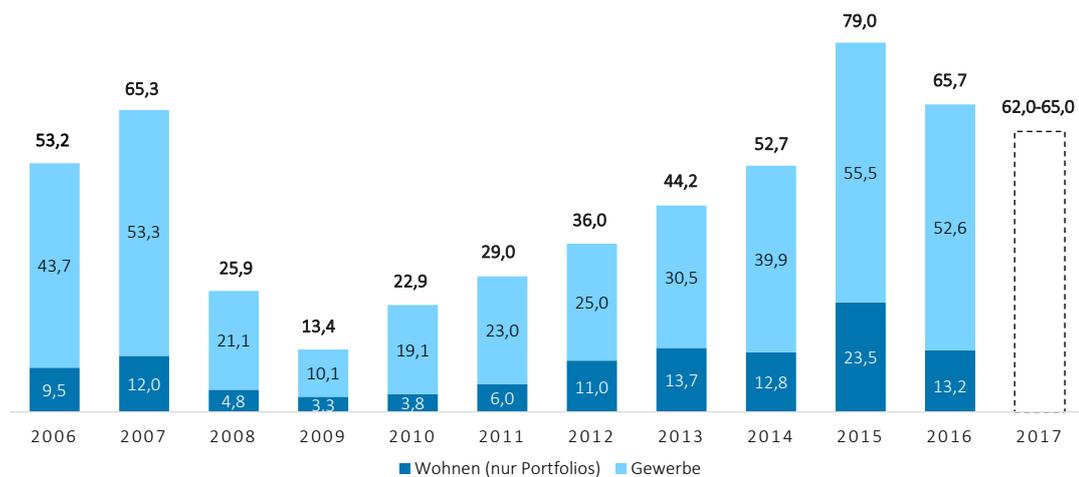
⁹ Vgl. UBS, Eurozone Real Estate Outlook 1H17, S. 6.

¹⁰ Vgl. PwC, Emerging Trends in Real Estate, Beyond the Capital, 2016, S. 3

erwartet.¹¹ Dem stehen jedoch entsprechende Chancen in deutschen Metropolregionen gegenüber, die im Vergleich zu britischen Städten aufgrund des Zugangs zum europäischen Markt an Attraktivität gewinnen.

39. Wirft man einen Blick auf das Transaktionsvolumen in Deutschland und dessen Entwicklung über die letzten zehn Jahre, so kann nach den starken Einbußen in den Jahren 2008 und 2009 nun wieder von einem positiven Trend gesprochen werden. Die Entwicklung im Jahr 2016 ist jedoch wegen des Fehlens von großen Transaktionen im Bereich der Wohnimmobilien leicht rückfällig. In Deutschland konnte das Gesamtvolumen vom Jahr 2009 i.H.v. EUR 13,4 Mrd. auf EUR 79,0 Mrd. im Jahr 2015 angehoben werden, wobei das Gesamtvolumen im Jahr 2016 wieder auf EUR 65,7 Mrd. fiel. Dies ist der erste Rückgang des Transaktionsvolumens seit der Finanz- und Wirtschaftskrise. Der Rückgang des Gesamtvolumens ist größtenteils auf den Rückgang des Transaktionsvolumens im Gewerbeimmobilienbereich von EUR 23,5 Mrd. auf EUR 13,2 Mrd. zurückzuführen. Das Transaktionsvolumen liegt aber weiterhin deutlich über dem Mittel der letzten Jahre. Für das Jahr 2017 wird von einem weiterhin hohen aber leicht abnehmenden Transaktionsvolumen im anhaltenden Niedrigzinsniveau ausgegangen.¹²

Transaktionsvolumina in EUR Mrd. in Deutschland



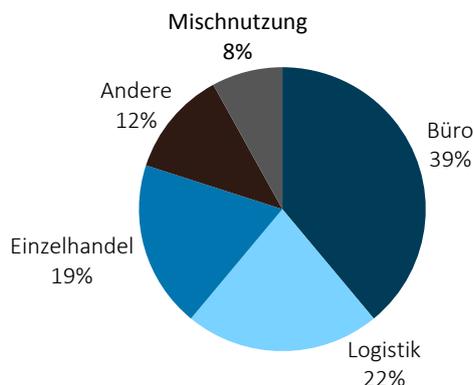
40. Zusätzlich wird der Anteil der großen Metropolregionen am Transaktionsvolumen in Deutschland weiter sinken. Ein Grund für das sinkende Transaktionsvolumen ist der Mangel an Investment-Alternativen, die die hohe Nachfrage nach Gewerbeimmobilien befriedigen können. Für 2017 und 2018 sagt JLL eine Phase der Stabilisierung auf niedrigerem Niveau voraus.
41. Im ersten Halbjahr 2017 verteilte sich das gesamte Transaktionsvolumen im deutschen Gewerbeimmobilienmarkt i.H.v. rd. EUR 25,8 Mrd. wie folgt auf die verschiedenen Asset-Klassen:¹³

¹¹ Vgl. <http://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/der-brexit-und-die-folgen-das-london-problem-deutscher-immobilienfonds/13838224.html>, Stand 29.09.2017.

¹² Vgl. Ernst & Young, Trendbarometer-Immobilien-Investmentmarkt Deutschland 2017, S. 9.

¹³ Vgl. JLL, Investmentmarktüberblick Deutschland, 2. Quartal 2017, S. 6.

Transaktionen im Gewerbeimmobilienmarkt in H1 2017



42. Büroimmobilien

Auf lange Sicht hatte der Büroimmobilienmarkt noch nie eine so beschleunigte, aber auch fragmentierte, Entwicklung vorzuweisen wie heute. Diese Entwicklung ist hauptsächlich auf die weite Verbreitung von Niedrigzinsinvestments, günstige Finanzierungsumstände und die Erholung der europäischen Arbeitsmärkte zurückzuführen. Bedingt durch die starke Nachfrage nach Topanlageobjekten sinken die erwarteten Spitzenrenditen weiterhin europaweit.¹⁴

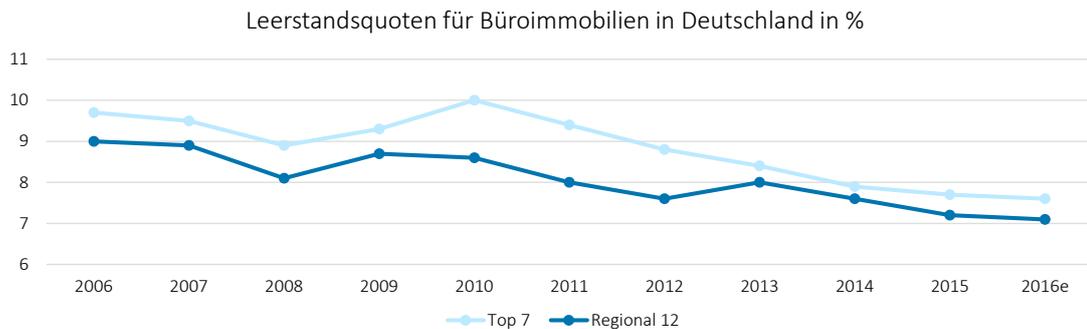
43. Die westeuropäischen Bürovermietungsmärkte zeigten auch in 2016 einen Anstieg von rd. 3,0% im Flächenabsatz. Darüber hinaus fiel der Büroleerstand im Jahr 2016 innerhalb der Eurozone von 8,8% im Jahr 2015 um 0,6%-Punkte auf 8,2% und erreichte somit das niedrigste Niveau seit der Finanzkrise.¹⁵ Während der Ausblick für die Spitzenmieten für den Großteil der europäischen Büromärkte weiterhin positiv ist, definiert die Polarisierung aus Verfügbarkeit und Nachfrage zwischen etablierten Kerngeschäftslagen und peripheren Lagen einen scharfen Kontrast in erwarteter Performance, mit anhaltendem stabilen Wachstum im Kernsegment und sonst stagnierenden oder rückläufigen Mieten. Darüber hinaus befindet man sich in einem risikoaversen Klima, in dem viele Immobilieninvestoren für weniger Risiko auf Rendite verzichten und Deutschland als neuer „sicherer Hafen“ für Kapital in Europa gilt. Während nach dem Brexit ein genereller Einbruch die Stimmung gegenüber Großbritannien bestimmt hat, ist der Ausblick der Investoren für das übrige Europa optimistisch, sodass diese Märkte zusätzliches Potential aufweisen. Jedoch werden Renditeerwartungen zurückgefahren, so dass die Bedeutung von aktivem Asset Management steigt.¹⁶
44. In Deutschland resultiert die steigende Nachfrage nach Büroimmobilien insbesondere aus dem Beschäftigungsniveau. Analog zu den europäischen Entwicklungen müssen sich Unternehmen besonders in zentralen Lagen auf Büroflächenmangel einstellen. Zwar zeigen die Fertigstellungen an neuen Büroflächen, wie beispielsweise in München mit 225.800 Quadratmetern im Jahr 2016 (178.500 im Jahr 2015), dass das Bauaufkommen in einigen Gebieten weiterhin steigt,

¹⁴ Vgl. Patrizia Insight, European Commercial Property Markets, 2017, S. 14-17.

¹⁵ Vgl. UBS, Eurozone Real Estate Outlook, 1H17, S. 3.

¹⁶ Vgl. PwC, Emerging Trends in Real Estate, Beyond the Capital, 2017, S. 3.

jedoch kann es den Bedarf nicht vollständig decken. Somit setzte sich der abnehmende Trend bei den Leerstandsquoten erwartungsgemäß fort. Zudem wird erwartet, dass sich die Leerstandsquoten in den Jahren 2017 und 2018 auf diesem Niveau stabilisieren werden, wobei in Frankfurt am Main mit der höchsten Leerstandsrate gerechnet wird. Dies bestätigt der aus den sieben Topstandorten gebildete Index, welcher für die Leerstandsquoten einen kontinuierlichen Abwärtstrend seit 2010 zeigt¹⁷:



Top 7: Index aus den Top-Standorten Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart

Regional 12: Index aus den Oberzentren Augsburg, Bremen, Darmstadt, Dresden, Essen, Hannover, Karlsruhe, Leipzig, Mainz, Mannheim, Münster und Nürnberg

45. Durch die Verminderung des Leerstands sollte sich der Mietanstieg in den Top-Lagen, aber verstärkt auch in den B-Lagen, verschärfen. So lagen die Spitzenmietpreise, die zuletzt von JLL erhoben wurden, im Jahr 2016 für die Toplagen München bei EUR 34 pro Quadratmeter, für Stuttgart bei EUR 20, für Frankfurt am Main bei EUR 36,50 und für Berlin und Hamburg bei EUR 24 bzw. EUR 25. Dies entsprach einem jeweiligen Mietwachstum im Vergleich zum ersten Quartal des Jahres 2015 für München i.H.v. 3,0%, für Stuttgart i.H.v. 2,6%, für Frankfurt am Main i.H.v. 4,3% und für Berlin i.H.v. 9,1% und Hamburg i.H.v. 2,0%. Bis 2018 wird erwartet, dass die Spitzenmieten für Büroflächen in München und Frankfurt am Main auf EUR 37,5 bis EUR 38 ansteigen.
46. Durch die historisch niedrige Arbeitslosigkeit in Deutschland und dem damit verbundenen hohen Niveau in der Bürobeschäftigung, ist der Bedarf an Büroflächen auf einem historischen Höchststand. Während weniger gebaut wird, halbierte sich der Büroleerstand im Vergleich zu 2010 nahezu. Aufgrund des weiterhin bestehenden Trends wird im Jahr 2017 ein Rückgang der durchschnittlichen Leerstandsrate auf ca. 5,0% erwartet. Der Flächenumsatz bei Büroimmobilien geht somit knappheitsbedingt zurück. Unternehmen müssen dabei vermehrt auf periphere Lagen und das Umland ausweichen, wo keine positive Entwicklung bzgl. der Büroflächennachfrage ohne eine Reduzierung des Leerstands zu erwarten ist. Folglich setzt sich das Mietpreiswachstum fort.¹⁸

¹⁷ Vgl. Feri, Prognose für 2016, DZ Bank AG.

¹⁸ Vgl. Savills, Ausblick Immobilienmarkt Deutschland 2017, S. 1.

47. Einzelhandelsimmobilien

Der Einzelhandel profitiert derzeit ebenso von der positiven Entwicklung der Arbeitsnachfrage und dem daraus resultierenden Anstieg im privaten Konsum. Für das Jahr 2017 prognostiziert die GfK einen Anstieg des realen privaten Konsums um 1,5%. Auch der GfK-Konsumklima-Index zeigt nach wie vor einen stabilen Aufwärtstrend, welcher bereits seit fünf Jahren andauert.¹⁹

48. Der Einzelhandelssektor an sich und vor allem Einzelhandelsimmobilienkonzepte erfahren schnelle Veränderungen, allen voran durch E-Commerce, der neue Marketingkanäle erschließt und Druck auf traditionelle Geschäftsmodelle ausübt. Für Deutschland prognostiziert das Immobilien-Dienstleistungsunternehmen Savills daher, dass die Flächennachfrage im deutschen Einzelhandel im Vergleich zu den anderen bereits beschriebenen Marktsegmenten weiter sinken werde. Durch den strukturellen Umbruch kommt es zu einer Umsatzverlagerung vom stationären Handel zum Online-Handel. Während den zentralen Lagen der Großstädte weiterhin eine wichtige Rolle vorausgesagt wird, passen viele Einzelhändler ihre Konzepte in Richtung hybrider Lösungen als Antwort auf die Konsumentennachfrage an.²⁰

49. Der sinkende Verkaufsflächenbedarf werde sich abseits der Top-Einkaufslagen über alle Einzelhandelsformate hinweg in höheren Leerständen niederschlagen.²¹ Zusätzlich zeigt sich für den Übergang vom Jahr 2015 auf das Jahr 2016, dass sich in einigen Toplagen wie beispielsweise München, Köln oder Frankfurt am Main keine Änderungen in den Spitzenmietpreisen ergeben haben, wohingegen Städte wie Berlin einen Spitzenmietpreisanstieg für Einzelhandelsimmobilien i.H.v. 16,7% und in Hamburg i.H.v. 1,8% verzeichnen konnten.²²

50. Die Renditeerwartungen bleiben trotz allem, bedingt durch hohen Investitionsdruck bei den Investoren, niedrig und setzen den im Jahr 2009 eingeleiteten Trend sinkender Spitzenrenditen fort. Für die zehn größten Städte betragen die Spitzenrenditen nur noch zwischen 3,25% und 4,0%.²³

51. Hotelimmobilien

Der deutsche Hotelimmobilienmarkt profitiert aktuell unter anderem von stetig steigenden Umsätzen in der Hotellerie.²⁴ Auch für die nächsten Jahre werden steigende Umsätze erwartet. Die positive Entwicklung des Hotelmarkts führte zu einer zunehmenden Attraktivität von Hotelimmobilien für Investoren. Dies spiegelt sich vor allem im stark gestiegenen Transaktionsvolumen bei deutschen Hotelimmobilien wider. Während im Jahr 2012 noch Hotelimmobilien im Gesamtwert von EUR 1,3 Mrd. den Besitzer wechselten, vervierfachte sich diese Zahl bis zum Rekordjahr 2016 mit einem Transaktionsvolumen i.H.v. EUR 5,2 Mrd..²⁵

¹⁹ Vgl. GfK, Pressemitteilung "Deutsche Verbraucher weiter positiv gestimmt", 27.07.2017.

²⁰ Vgl. Patrizia Insight, European Commercial Property Markets, 2017, S.18-22.

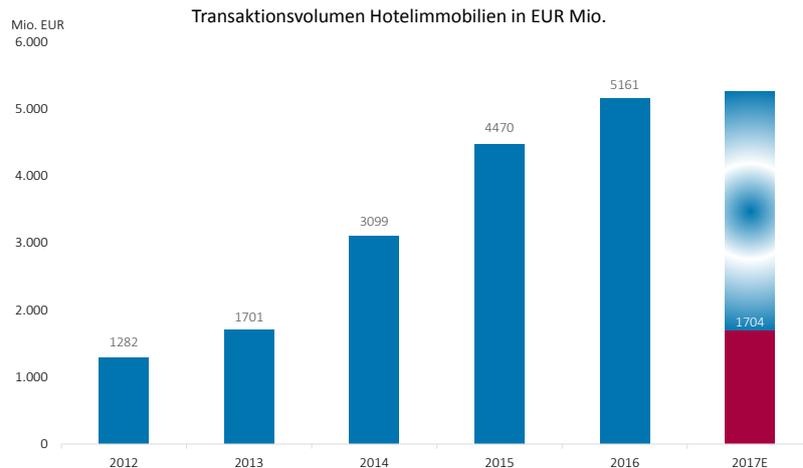
²¹ Vgl. Savills, Analyse-Ausblick Immobilienmarkt Deutschland 2017, S. 2.

²² Vgl. <http://www.jll.de/germany/de-de/research/marktdaten>.

²³ Vgl. JLL, Einzelhandelsmarktüberblick, Q2 2017.

²⁴ Vgl. Statista, Prognostizierte Umsatzentwicklung der Hotellerie in Deutschland.

²⁵ Vgl. Colliers International, Deutschland Marktbericht: Hotel, 1. Halbjahr 2017.



52. Obwohl die bisherige Entwicklung im ersten Halbjahr 2017 darauf hindeutet, dass das Niveau des Vorjahres nicht mehr gehalten werden kann, verbleibt das Volumen weiterhin auf hohem Niveau. Der Rückgang ist laut einer Studie von Colliers²⁶ vor allem auf die zunehmende Knappheit an möglichen Transaktionsobjekten zurückzuführen. Diese Einschätzung wird dadurch unterstützt, dass der Anteil an Portfoliotransaktionen am Gesamtvolumen abnimmt und Einzeltransaktionen an Relevanz gewinnen. All diese Faktoren haben sich im Jahr 2016 auch in steigenden Kaufpreisen für Hotelimmobilien widerspiegelt. Trotzdem bleiben die Preise in deutschen Großstädten im Vergleich zu anderen europäischen Metropolen eher niedrig. Insgesamt entwickelt sich die Rendite von Hotelimmobilien rückläufig und beträgt aktuell durchschnittlich knapp 5%.²⁷ Die niedrigsten Renditen lassen sich in München, Frankfurt am Main und Hamburg erzielen, da dort der Preisdruck sehr hoch ist.

53. Insgesamt ist festzuhalten, dass der Immobilienmarkt aufgrund derzeit hoher Investitionen, dem Niedrigzinsumfeld, der geringen Inflation und der stabilen Konjunktur in Europa im Hinblick auf die Transaktionsvolumina derzeit nahezu den Rekordstand des Jahres 2007 vor der Finanzkrise erreicht hat. Dabei sind insbesondere zentrale Toplagen für Büro- und Einzelhandelsimmobilien gefragt. Den geographischen Schwerpunkt der Investitionen bilden weiterhin die Kernländer der Eurozone, wie z.B. Deutschland, und dort vor allem die Metropolregionen.

54. Marktposition

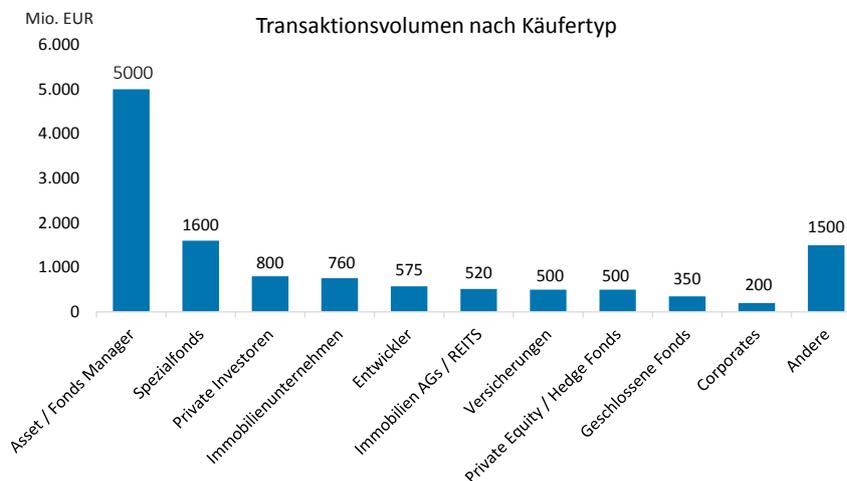
Sowohl die TLG als auch die WCM sind vornehmlich im Bereich der Akquisition von neuen Immobilien und bei der Vermietung von Flächen einem intensiven Wettbewerb ausgesetzt.

55. Beide Gesellschaften konkurrieren beim Ankauf von attraktiven Portfolios und Immobilien regelmäßig mit anderen Investoren aus dem In- und Ausland. Das Ausmaß der Konkurrenz ist i.d.R. abhängig vom Investitionsvolumen und den Eigenschaften der Immobilien. Zu den Hauptkonkurrenten zählen Investmentfonds/Asset Manager, Private Equity-Unternehmen, Versiche-

²⁶ Vgl. Colliers International, Deutschland Marktbericht: Hotel, 1. Halbjahr 2017.

²⁷ Vgl. Zentraler Immobilien Ausschuss, Frühjahrgutachten Immobilienwirtschaft 2017, S. 9.

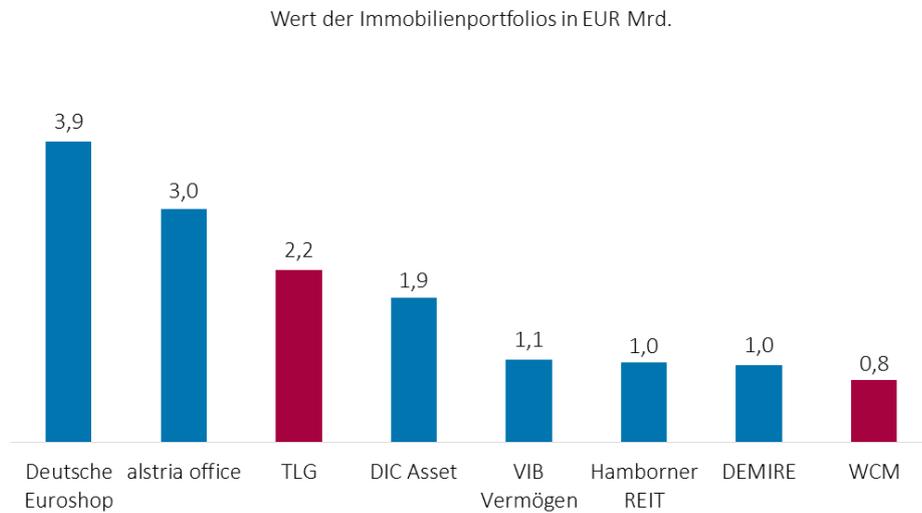
rungen und Banken sowie andere (teilweise börsennotierte) Immobilienunternehmen. Im ersten Quartal 2017 verteilte sich das Ankaufsvolumen im deutschen Gewerbeimmobilienmarkt wie folgt auf die verschiedenen Käufergruppen:²⁸



56. Der starke Wettbewerb wird zusätzlich durch niedrige Markteintrittsbarrieren begünstigt, da neben ausreichenden Finanzmitteln nur vergleichsweise grundlegende Fachkenntnisse und der Zugang zu Verkaufsangeboten nötig sind. Trotz des intensiven Wettbewerbs sehen sich sowohl die TLG als auch die WCM als gut positioniert, um in diesem Marktumfeld bestehen zu können und attraktive Objekte ihrem Portfolio hinzuzufügen.
57. Für die im Portfolio befindliche Bestandsobjekte konkurrieren die TLG und WCM mit den bereits aufgeführten Investorengruppen um solvente und zahlungswillige Mieter. Im Vergleich zum Akquisitionsmarkt ist der Vermietungsmarkt aber durch eine noch höhere Fragmentierung geprägt. Die TLG sieht sich vor allem großen Wettbewerb bei Büro- und Hotelimmobilien ausgesetzt, während bei den Einzelhandelsimmobilien im Portfolio für Mieter oftmals geringe Ausweichmöglichkeit in unmittelbarer Nähe bestehen.
58. Insgesamt lässt sich der deutsche Gewerbeimmobilienmarkt als sehr heterogen und fragmentiert beschreiben. Allerdings lassen sich nicht alle relevanten Wettbewerber und Marktteilnehmer der TLG und WCM vollständig identifizieren. Laut dem europäischen Branchenverband EPRA werden nur ca. 1,5% der deutschen Gewerbeimmobilien von börsennotierten Unternehmen gehalten und unterliegen nur geringen oder keinen Publizitätsvorschriften. Auf Basis der

²⁸ Vgl. JLL, Investmentmarktüberblick Deutschland, 2. Quartal 2017, S. 7.

öffentlich verfügbaren Informationen lassen sich dennoch die folgenden Unternehmen als Wettbewerber der Bewertungsobjekte erfassen:²⁹



59. Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass beide Gesellschaften in relativ fragmentierten Märkten operieren. Die TLG wie auch die WCM haben durch ihre Präsenz am Kapitalmarkt eine gute Position, um im Gewerbeimmobilienmarkt erfolgreich zu bestehen.

²⁹ Vgl. Kapitel 3.3. (Tz. 202 ff). Wert des Immobilienportfolios bezieht sich jeweils auf den Bruttowert vor Abzug eventueller Verbindlichkeiten.

3. BEWERTUNGSOBJEKTE

60. Die TLG beabsichtigt sich durch den Beherrschungsvertrag auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der WCM zu verpflichten, dessen WCM-Aktien gegen eine bestimmte Anzahl von TLG-Aktien zu tauschen. Daher sind in dieser Gutachtlichen Stellungnahme zwei Bewertungsobjekte, TLG und die WCM, zu bewerten.

3.1. Bewertungsobjekt TLG

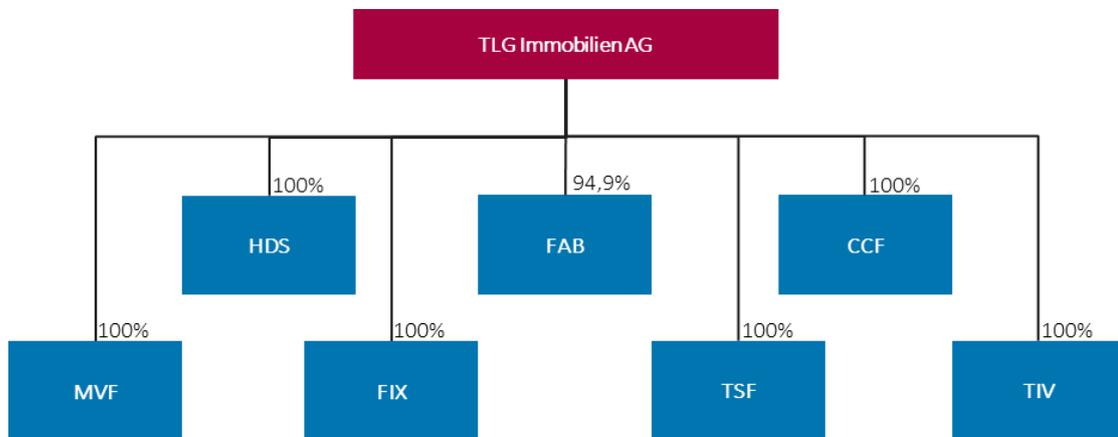
3.1.1. Unternehmenshistorie

61. Das Unternehmen wurde 1991 unter dem Namen Treuhand Liegenschaftsgesellschaft mbH als Tochtergesellschaft der Treuhandanstalt gegründet. Sie hatte im Wesentlichen den Auftrag, die von der Treuhandanstalt gehaltenen Gewerbe-, Büro- und Wohnimmobilien in den neuen Bundesländern zu verwalten, zu verwerten und zu entwickeln. Im Jahr 1995 wurde das Unternehmen von der Bundesrepublik Deutschland übernommen und in die TLG Treuhand Liegenschaftsgesellschaft mbH umfirmiert. Fünf Jahre später begann im Zuge der strategischen Neuausrichtung die Entwicklung von einem verkaufsorientierten Treuhand-Privatisierer hin zu einem aktiven Portfolio-Manager mit Fokus auf Vermietung, Entwicklung sowie An- und Verkauf. Eine weitere Änderung der Firma zu TLG Immobilien GmbH erfolgte im Jahr 2002.
62. Mit Wirkung zum 1. Januar 2012 wurde der Geschäftsbereich Wohnimmobilien abgespalten und in der TLG Wohnen GmbH zusammengefasst, welche schließlich im November 2012 von der TAG Immobilien AG für ca. eine halbe Milliarde Euro erworben wurde. Im Rahmen der Privatisierung des Unternehmens veräußerte die Bundesrepublik Deutschland Ende desselben Jahres die TLG Immobilien GmbH für EUR 1,1 Mrd. an die US-amerikanische Investmentgesellschaft Lone Star.
63. Nach der Optimierung des Bestandsportfolios mit ausschließlicher Ausrichtung auf Gewerbeobjekte erfolgte im September 2014 die Rechtsformänderung zur Aktiengesellschaft. Seit dem 24. Oktober 2014 ist die TLG im Prime Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet. Am 24. Februar 2015 nahm die Deutsche Börse das Unternehmen in den SDAX auf. Von März bis Juli desselben Jahres veräußerte Lone Star seine Anteile vollständig an diverse institutionelle Investoren.
64. Mit dem Kauf zweier Büroimmobilien in Frankfurt am Main im Jahr 2016 weitete die TLG ihre Geschäftstätigkeit auf das gesamte Bundesgebiet aus und erreichte zum Jahresende erstmals einen Portfoliowert von über EUR 2,0 Mrd.

3.1.2. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

65. Die TLG ist eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht mit Sitz in Berlin. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg unter HRB 161314 B eingetragen. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.

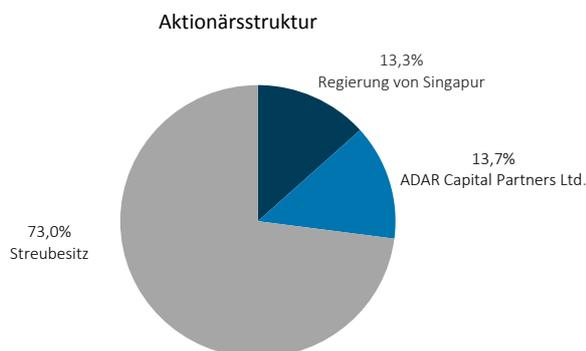
66. Die Konzernstruktur der TLG stellt sich wie folgt dar:



67. Gemäß der Satzung der TLG ist der Unternehmensgegenstand der Betrieb von Immobiliengeschäften und damit zusammenhängender Geschäfte jedweder Art, besonders 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.
68. Das Grundkapital der TLG beläuft sich aktuell (vor der Sachkapitalerhöhung im Zug der WCM-Übernahme) auf EUR 74.175.558,00 und ist eingeteilt in 74.175.558 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie. Die TLG hält derzeit keine eigenen Aktien.
69. Die TLG verfügt über genehmigtes Kapital aus dem Genehmigten Kapital 2014/II und dem bestehenden Genehmigten Kapital 2017. Insgesamt ermächtigen diese beiden Beschlüsse die Gesellschaft zur Ausgabe von insgesamt bis zu 37.087.779 neuen auf den Inhaber lautenden Stückaktien.
70. Neben dem genehmigten Kapital besteht auch bedingtes Kapital (Bedingtes Kapital 2017/I), welches die Gesellschaft zur Ausgabe von bis zu 37.087.779 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit Gewinnberechtigung berechtigt, um die Wandlungs- bzw. Optionsrechte aus oder im Zusammenhang mit Schuldverschreibungen, Genussrechten und Gewinnschuldverschreibungen bzw. Gläubigern von mit Wandlungspflichten ausgestatteten Schuldverschreibungen (oder einer Kombination dieser Instrumente) zu bedienen.
71. Die Aktien der TLG sind unter der ISIN DE000A12B8Z4 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 weiteren Indizes an.

72. Die Anteilseigner der TLG teilen sich in einen großen Anteil von Streubesitz (73,0%) und in die zwei Großaktionäre Regierung von Singapur und ADAR Capital Partners Ltd., Kaimaninseln, mit 13,3% bzw. 13,7% auf:



73. Zum 31. Dezember 2016 bestanden körperschaftsteuerliche Verlustvorträge i.H.v. rd. EUR 235 Mio. sowie gewerbesteuerliche Verlustvorträge in gleicher Höhe. Ursprünglich war davon ausgegangen worden, dass die Verlustvorträge, welche zum Ende des Jahres 2012 kurz vor der Übernahme durch Lone Star i.H.v. EUR 392 Mio. für Körperschaftsteuer und EUR 376 Mio. für Gewerbesteuer bestanden, in Folge eines schädlichen Anteilseignerwechsels untergegangen waren. Im Jahr 2016 erfolgte eine erneute Überprüfung des Sachverhalts durch die TLG mit dem Ergebnis, dass Teile der steuerlichen Verlustvorträge u.U. nicht untergegangen sind. Darauf folgend wurde bei den Finanzbehörden eine Änderung der Bescheide beantragt. Das Finanzamt bewilligte die Änderung der Bescheide, ordnete aber gleichzeitige eine Betriebsprüfung an, welche zum Zeitpunkt der Bewertungsarbeiten noch nicht abgeschlossen ist. Daher sind die Verlustvorträge und deren Nutzbarkeit unsicher. Die TLG geht davon aus, dass die Verlustverträge mit einer Wahrscheinlichkeit i.H.v. 37,5% nutzbar sind.³⁰
74. Der Vorstand der TLG besteht aus Herrn Peter Finkbeiner und Herrn Niclas Karoff. Vorsitzender des Aufsichtsrats ist Herr Michael Zahn.

3.1.3. Wirtschaftliche Grundlagen

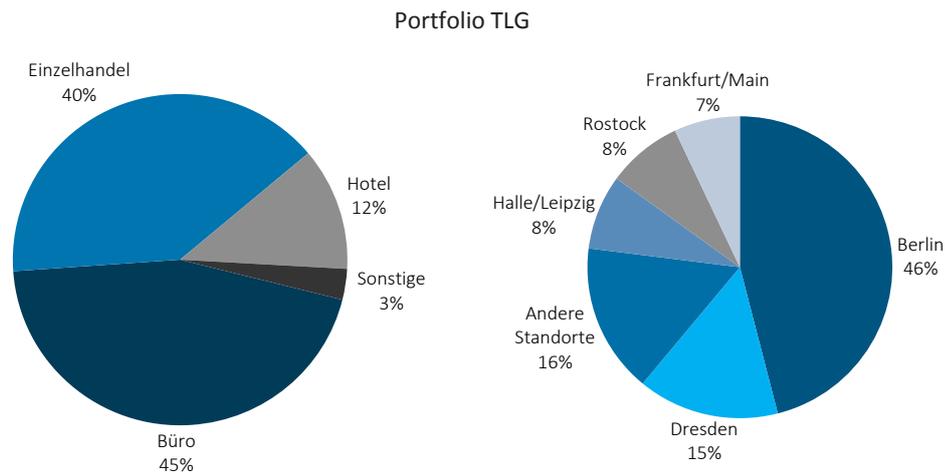
3.1.3.1. Geschäftsmodell

75. Die TLG definiert sich selbst als führender Gewerbeimmobilienspezialist in Berlin und den Regionen Dresden, Leipzig und Rostock sowie seit Beginn des Jahres 2017 auch in Frankfurt am Main. Als überregional aktiver Portfolio-Manager bewirtschaftet die TLG insbesondere Büro- und Einzelhandelsimmobilien sowie Hotels. Im Rahmen der Portfoliostrategie stehen Objekte

³⁰ Für weitere Erläuterungen siehe Kapitel 5.1. (Tz. 312 ff).

in etablierten und sehr guten Lagen mit guter Gebäudesubstanz und mit nachhaltigen Mieterträgen im Fokus der Geschäftstätigkeit. Das Geschäftsmodell umfasst die Aktivitäten Portfolio Management, Asset und Property Management, Akquisitionen und Verkäufe sowie die Projektentwicklung. Die hohe regionale Expertise ermöglicht es der TLG die Dienstleistungen Portfolio Management, Monitoring und die Portfolioplanung zu erbringen. Die TLG verfügt über ein enges Netzwerk in ihren Kernmärkten und hat somit Zugang zu Wachstumsmöglichkeiten.

76. Das Portfolio der TLG lässt sich in die Bereiche Büro, Einzelhandel, Hotel und Sonstige bzw. regional wie folgt einteilen:³¹



77. Mit rd. 85% entfällt der Großteil des Portfolios der TLG auf die beiden Bereiche Büro und Einzelhandel. Nahezu die Hälfte der Objekte befindet sich in Berlin, gefolgt von Dresden mit 15%.
78. Das Immobilienportfolio von TLG bestand zum 30. Juni 2017 aus 386 Immobilien mit einer vermietbaren Gesamtfläche von rd. 1,4 Mio. Quadratmetern. Der Gesamtwert des Portfolios (Gross Asset Value) beträgt rd. EUR 2,3 Mrd. Insgesamt weist das Immobilienportfolio der TLG folgende Kennzahlen aus:³²

Portfolio	# Immobilien	386
	Bruttoimmobilienwert (EUR Mio.)	2.302,2
	Annualisierte Miete (EUR Mio.)	157,1
	Bruttoanfangsrendite	6,8%
	EPRA Leerstand	2,9%
	Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (Jahre)	6,1

³¹ Vgl. TLG's Tender Offer for WCM: Building the leading German commercial real estate platform, Mai 2017.

³² Vgl. TLG, Halbjahresfinanzbericht 2017, August 2017.

79. Zum 30. Juni 2017 beschäftigte TLG insgesamt 106 Vollzeit- und drei Teilzeitangestellte, um die strategischen Ziele der Gesellschaft umzusetzen und weiterzuentwickeln.

3.1.3.2. Unternehmensstrategie

80. Ziel der Geschäftstätigkeit von TLG ist es, neben der langfristigen Erzielung von Mieterlösen und der effizienten Bewirtschaftung des Immobilienbestands, das Portfolio durch wertsteigernde Zukäufe von Büro-, Einzelhandels- und Hotelimmobilien weiter auszubauen. Durch den gezielten Erwerb von Objekten mit Mietsteigerungspotenzial oder moderatem Leerstand und das anschließende aktive Asset Management ergeben sich Wertsteigerungspotenziale aufgrund optimierter Vermietung und Bewirtschaftung. Neben dem Wachstum durch Zukäufe wird das Portfolio durch den Verkauf strategisch nicht mehr geeigneter Objekte kontinuierlich weiterentwickelt. Ziel ist es dabei, die hohe Gesamtqualität und Ertragsstärke im Immobilienbestand langfristig zu sichern bzw. weiter zu optimieren.
81. Die Portfoliostrategie von TLG sieht eine Konzentration auf die Asset-Klassen Büro- und Einzelhandelsimmobilien an ausgesuchten Standorten deutscher Großstädte vor. Zudem werden auch Hotels verpachtet. Während das Büroportfolio sich dabei auf perspektivreiche A- und B-Städte konzentriert, ist das Einzelhandelsportfolio im Wesentlichen durch Nahversorgungsimmobilien aus dem Bereich des Lebensmitteleinzelhandels geprägt.
82. Entscheidungen über An- und Verkäufe sowie über zu tätige Investitionen unterliegen den genannten portfoliostrategischen Grundsätzen. Dabei verfügen die einzelnen Asset-Klassen jeweils über individuelle Vorzüge. So zeichnen sich die Büro- und Einzelhandelsimmobilien vor allem durch eine höhere durchschnittliche Mietrendite aus, während die Hotelimmobilien durchschnittlich über besonders langfristige Mietverträge verfügen.
83. Für die nächsten Jahre beabsichtigt die TLG, vor allem ihr Geschäftsmodell auf Westdeutschland auszuweiten und hat für diese Zwecke bereits Objekte im Rhein-Main-Gebiet erworben sowie ein neues Büro in Frankfurt am Main eröffnet.

3.1.4. Ertrags- und Vermögenslage

84. Die Vergangenheitsanalyse der Ertrags- und Vermögenslage bildet den Ausgangspunkt für die Analyse der Unternehmensplanung und für Plausibilitätsbeurteilungen. Daher wird zu Vergleichszwecken die Planungsrechnung für den Zeitraum 2017 bis 2021 bereits an dieser Stelle den IST-Zahlen gegenüber gestellt.³³

³³ Auf die Unternehmensplanung für die Jahre 2017 bis 2021 wird im Kapitel 5.1. (Tz. 277 ff) ausführlich eingegangen.

3.1.4.1. Ertragslage

85. Die nachfolgende Übersicht stellt die bereinigte Ertragslage der TLG für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 und die Planung für die Jahre 2017 bis 2021 der TLG nach IFRS dar:

Gewinn- und Verlustrechnung

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung				CAGR	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	16-'21
Mieterlöse	-	10,4	32,6	46,1	55,8	56,0	58,8	58,7	12,5%
Wachstum (in %)	-	-	212,2%	41,3%	21,1%	0,3%	5,1%	-0,2%	
Nicht-umlagefähige Betriebskosten	-	0,6	0,9	1,5	2,0	2,1	2,1	2,1	17,7%
Instandhaltungen	-	0,3	0,4	1,2	1,7	1,7	1,8	1,8	32,1%
Sonstiges	-	0,0	1,4	2,0	2,9	3,3	2,0	2,5	11,7%
Ergebnis aus der Vermietung	-	9,6	29,8	41,3	49,2	48,9	53,0	52,3	11,9%
Marge (in %)	-	91,5%	91,4%	89,7%	88,2%	87,3%	90,0%	89,1%	
Personalaufwand	0,2	1,5	4,6	3,7	3,7	3,8	3,9	3,9	-3,1%
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	3,0	1,5	-	-	-	-	-	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,5	6,7	12,9	22,5	6,1	4,0	4,1	4,1	-20,3%
EBITDA	-0,7	4,3	13,8	15,2	39,4	41,1	45,0	44,3	26,2%
Marge (in %)	-	41,4%	42,4%	33,0%	70,6%	73,4%	76,6%	75,4%	
Abschreibungen	-	0,4	1,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	-24,6%
EBIT	-0,7	4,0	12,7	14,9	39,1	40,8	44,8	44,0	28,2%
Marge (in %)	-	38,0%	39,0%	32,4%	70,2%	72,9%	76,1%	75,0%	
Finanzergebnis	-0,2	-2,1	-7,1	-9,9	-11,8	-11,6	-11,1	-11,0	
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	-0,9	1,9	5,6	5,0	27,4	29,1	33,7	33,1	42,6%
Außerordentliches Ergebnis	-	-	-	0,1	-	-	-	-	
Rückanpassung Summe Bereinigungen	-	54,9	30,0	-	-	-	-	-	
Ergebnis vor Ertragsteuern	-0,9	56,8	35,6	5,2	27,4	29,1	33,7	33,1	-1,5%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-2,1	-0,9	17,0	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	-47,1%
Effektive Steuerrate (in %)	n.a.	-1,5%	47,9%	5,3%	1,6%	1,8%	2,2%	2,1%	
Jahresüberschuss	1,2	57,7	18,6	4,9	26,9	28,6	33,0	32,4	11,8%
Marge (in %)	-	n.a.	56,9%	10,6%	48,3%	51,2%	56,0%	55,1%	

86. Gemäß IDW S 1 sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse (EBITDA, EBIT) ggf. zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen zu verdeutlichen. Da die historische Ertragslage der TLG auch die Effekte aus der Neubewertung von gehaltenen Immobilien bzw. aus dem Verkauf im operativen Ergebnis enthält, haben wir diese Effekte im Folgenden bereinigt:

Gewinn- und Verlustrechnung

in EUR Mio.	Historie			Bereinigungen			Historie (bereinigt)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Mieterlöse	116,2	129,0	144,4	-	-	-	116,2	129,0	144,4
Wachstum (in %)		11,0%	12,0%					11,0%	12,0%
Nicht-umlagefähige Betriebskosten	6,5	6,2	6,3	-	-	-	6,5	6,2	6,3
Instandhaltungen	5,2	6,2	6,6	-	-	-	5,2	6,2	6,6
Sonstiges	4,2	2,5	5,9	-	-	-	4,2	2,5	5,9
Ergebnis aus der Vermietung	100,3	114,1	125,6	-	-	-	100,3	114,1	125,6
Marge (in %)	86,3%	88,5%	87,0%				86,3%	88,5%	87,0%
Personalaufwand	17,4	12,8	11,3	-	-	-	17,4	12,8	11,3
Sonstige betriebliche Erträge	80,1	100,8	47,0	-63,3	-96,6	-46,3	16,8	4,2	0,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	15,7	7,9	7,1	-	-	-	15,7	7,9	7,1
EBITDA	147,3	194,2	154,2	-63,3	-96,6	-46,3	84,0	97,6	108,0
Marge (in %)	126,8%	150,6%	106,8%				72,3%	75,7%	74,8%
Abschreibungen	1,2	0,8	0,6	-	-	-	1,2	0,8	0,6
EBIT	146,1	193,4	153,7	-63,3	-96,6	-46,3	82,8	96,8	107,4
Marge (in %)	125,7%	150,0%	106,4%				71,3%	75,1%	74,4%
Finanzergebnis	-25,8	-24,3	-25,0	-	-	-	-25,8	-24,3	-25,0
Ergebnis vor Ertragsteuern (nach Ber.)	120,3	169,2	128,6	-63,3	-96,6	-46,3	57,0	72,6	82,4
Rückanpassung Summe Bereinigungen	n.a.	n.a.	n.a.	63,3	96,6	46,3	63,3	96,6	46,3
Ergebnis vor Ertragsteuern (vor Ber.)	120,3	169,2	128,6				120,3	169,2	128,6
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	31,6	38,3	34,5	-	-	-	31,6	38,3	34,5
Effektive Steuerrate (in %)	26,3%	22,6%	26,8%				26,3%	22,6%	26,8%
Jahresüberschuss	88,7	130,9	94,1	-	-	-	88,7	130,9	94,1
Marge (in %)	76,3%	101,5%	65,2%				76,3%	101,5%	65,2%

87. In allen historischen Perioden sind sonstige betriebliche Erträge aus der Neubewertung von gehaltenen Immobilien oder aus deren Verkauf entstanden. Diese Erträge betragen EUR 63,3 Mio. im Jahr 2014, EUR 96,6 Mio. im Jahr 2015 und EUR 46,3 Mio. im Jahr 2016. Da keine weiteren Bereinigungen vorgenommen wurden, resultieren hieraus insgesamt Bereinigungen des EBITDA in gleicher Höhe. Weitere Bereinigungen unterhalb des EBITDA wurden nicht vorgenommen.

88. Beschreibung der bereinigten, historischen Ertragslage

Die Mieterlöse der TLG stiegen von EUR 116,2 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 129,0 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 144,4 Mio. im Jahr 2016. Dies entspricht Wachstumsraten von 11,0% und 12,0% für die Jahre 2015 und 2016. Das Wachstum der Mieterlöse war auf neu erworbene Immobilien sowie Mieterhöhungen bei den Bestandsobjekten zurückzuführen. Das Immobilienportfolio der TLG nahm durch Zukäufe im Jahr 2015 um rd. EUR 193,6 Mio. und im Jahr 2016 um rd. EUR 443,0 Mio. zu.

89. Die Aufwendungen, die zum Ergebnis aus der Vermietung führen, sind eng an die Entwicklung der Mieterlöse gekoppelt und sanken von EUR 15,9 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 14,9 Mio. im Jahr 2015 und stiegen anschließend wieder auf EUR 18,8 Mio. an. Während die nicht-umlage-

fähigen Betriebskosten von EUR 6,5 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 6,3 Mio. abnahmen, stiegen sowohl die Kosten für Instandhaltungen als auch für Sonstiges von EUR 5,2 Mio. bzw. EUR 4,2 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 6,6 Mio. bzw. EUR 5,9 Mio. im Jahr 2016.

90. Insgesamt entwickelte sich das Ergebnis aus Vermietung positiv und stieg von EUR 100,3 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 114,1 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 125,6 Mio. im Jahr 2016. Der Anstieg resultierte hauptsächlich aus den insgesamt angestiegenen Mieterlösen. Trotz absolut erhöhter Aufwendungen für nicht-umlagefähige Betriebskosten, Instandhaltungen und Sonstiges, lag die Bruttomarge in den Jahren 2014 bis 2016 relativ konstant in einer Bandbreite von 86,3% bis 88,5%.
91. Der Personalaufwand sank von EUR 17,4 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 12,8 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 11,3 Mio. im Jahr 2016. Der Personalaufwand in den Jahren 2014 und 2015 war maßgeblich von erhöhten anteilsbasierten Vergütungskomponenten nach IFRS 2 geprägt, die im Zusammenhang mit dem Börsengang gewährt wurden. Diese Entwicklung entspricht einer Abnahme der Personalaufwandsquote von 14,9% im Jahr 2014 auf 9,9% im Jahr 2015 und auf 7,8% im Jahr 2016. Die Anzahl der Mitarbeiter sank über die Jahre 2014 bis 2016 kontinuierlich von 145 auf 111 Mitarbeiter. Der Rückgang ist maßgeblich auf die Umstrukturierung des Unternehmens und den damit einhergehenden Mitarbeiterabbau zurückzuführen.
92. Die sonstigen betrieblichen Erträge beliefen sich vor Bereinigungen auf EUR 80,1 Mio. im Jahr 2014 und stiegen im Jahr 2015 auf EUR 100,8 Mio. an. Im Jahr 2016 sanken die sonstigen betrieblichen Erträge auf EUR 47,0 Mio. Diese Veränderungen waren hauptsächlich durch Veränderungen beim Ergebnis aus der Bewertung und Veräußerung getrieben, während sich der Unterposten sonstige betriebliche Erträge ebenso rückläufig von EUR 16,8 Mio. im Jahr 2014 über EUR 4,2 Mio. im Jahr 2015 auf nur noch EUR 0,8 Mio. im Jahr 2016 entwickelte. Der Rückgang vom Jahr 2014 auf 2015 ist durch den entfallenden Ertrag aus der Weiterbelastung der Kosten des Börsengangs begründet. Im Jahr 2016 fielen alle Unterposten geringer aus, wodurch der weitere Rückgang auf EUR 0,8 Mio. zustande kam.
93. Nach Bereinigung um die Effekte aus der Neubewertung bzw. Veräußerung von Immobilien entstanden sonstige betriebliche Erträge nur noch i.H.v. EUR 16,8 Mio. im Jahr 2014, EUR 4,2 Mio. im Jahr 2015 und EUR 0,8 Mio. im Jahr 2016.
94. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen nahmen von EUR 15,7 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 7,9 Mio. im Jahr 2015 ab. Erhöhte Aufwendungen für Beratungskosten im Zusammenhang mit dem Börsengang im Jahr 2014 waren der Grund für die erhöhten sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Im Jahr 2016 erfolgte ein erneuter Rückgang auf EUR 7,1 Mio. Dieser Rückgang resultierte hauptsächlich aus Einsparungen bei den IT- und Verwaltungskosten sowie den übrigen betrieblichen Aufwendungen.
95. Insgesamt stieg das EBITDA von EUR 147,3 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 194,2 Mio. im Jahr 2015 an und nahm anschließend auf EUR 154,2 Mio. im Jahr 2016 ab. Aufgrund der Einflüsse des Bewertungsergebnisses ist die Aussagekraft der unbereinigten EBITDA-Marge auf die operative Profitabilität der TLG stark eingeschränkt.

96. Nach Bereinigung betrug das EBITDA EUR 84,0 Mio. im Jahr 2014, EUR 97,6 Mio. im Jahr 2015 und EUR 108,0 Mio. im Jahr 2016. Die bereinigte EBITDA-Marge verbesserte sich leicht von 72,3% im Jahr 2014 auf 74,8% im Jahr 2016.
97. Abschreibungen betragen zwischen EUR 1,2 Mio. im Jahr 2014 und EUR 0,6 Mio. im Jahr 2016. Sie entfielen auf immaterielle Vermögenswerte, Grundstücke, technische Anlagen und Maschinen sowie andere Anlagen und Betriebs- und Geschäftsausstattung. Eine planmäßige Abschreibung der Immobilienobjekte erfolgt nach IFRS im Gegensatz zur Steuer- und Handelsbilanz nicht.
98. Das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) stieg zunächst von EUR 146,1 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 193,4 Mio. im Jahr 2015. Im Jahr 2016 sank das EBIT auf EUR 153,7 Mio. Dies entsprach einer Abnahme der EBIT-Marge von 150,0% im Jahr 2015 auf 106,4% im Jahr 2016. Die in Bezug auf das EBITDA vorgenommenen Bereinigungen spiegeln sich auch im EBIT wider. So stieg das bereinigte EBIT von EUR 82,8 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 96,8 Mio. im Jahr 2015 und EUR 107,4 Mio. im Jahr 2016. Die bereinigte EBIT-Marge stieg im gleichen Zeitraum leicht von 71,3% im Jahr 2014 auf 74,4% im Jahr 2016.
99. Das Finanzergebnis war über die Jahre 2014 bis 2016 vergleichsweise konstant und betrug EUR -25,8 Mio. im Jahr 2014, EUR -24,3 Mio. im Jahr 2015 und EUR -25,0 Mio. im Jahr 2016. Das Finanzergebnis setzt sich im Wesentlichen aus Zinsaufwendungen für Darlehen und zugehörige Zinssicherungsgeschäfte zusammen. Im Jahr 2014 fielen Darlehenszinsen i.H.v. EUR 18,0 Mio. an. Auch in den folgenden beiden Jahren blieb dieser Aufwandsposten nahezu unverändert. Der Zinsaufwand für die Pensionsverbindlichkeiten ist ebenfalls in den Finanzaufwendungen erfasst.
100. Im Rahmen der Rückanpassungen der Bereinigungen erfolgt die Korrektur der vorgenommenen Bereinigungen, so dass das Ergebnis vor Steuern und der Jahresüberschuss jeweils dem tatsächlich im Geschäftsbericht ausgewiesenen IST-Wert entspricht.
101. Die Steuern vom Einkommen und vom Ertrag betragen im Geschäftsjahr 2014 EUR 31,6 Mio., im Jahr 2015 EUR 38,3 Mio. und EUR 34,5 Mio. im Jahr 2016. Dies entsprach einer effektiven Steuerrate von 26,3% im Jahr 2014, 22,6% im Jahr 2015 und 26,8% im Jahr 2016. Die Steuern setzten sich aus laufenden Ertragsteuern, periodenfremden Effekten für tatsächliche Ertragsteuern und latenten Steuern zusammen. Der Rückgang der effektiven Steuerrate im Jahr 2015 resultierte im Wesentlichen aus der Auflösung einer Rückstellung für eine steuerliche Betriebsprüfung. Der historische Steueraufwand enthält sowohl liquiditätswirksame als auch latente Steuern. Die effektive Steuerrate der liquiditätswirksamen Steuern betrug zwischen 2,2% und 3,4% in der Vergangenheit. In der Planung wird, wie in Kapitel 5.1 (Tz. 311) geschildert, nur der liquiditätswirksame Steueraufwand angesetzt und von latenten Steuern abstrahiert.
102. Der Jahresüberschuss stieg von EUR 88,7 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 130,9 Mio. im Jahr 2015 und sank anschließend auf EUR 94,1 Mio. im Jahr 2016. Dies entspricht einer Zunahme der Marge von 76,3% im Jahr 2014 auf 101,5% und einer darauffolgenden Abnahme der Marge von 101,5% im Jahr 2015 auf 65,2% im Jahr 2016.

3.1.4.2. Vermögenslage

103. Im Folgenden wird die historische Vermögenslage der TLG für die Jahre 2014 bis 2016 dargestellt. Um zur Aufsatzbilanz zum 31. Dezember 2016 für die Unternehmensbewertung zu gelangen, haben wir im Jahr 2016 die nicht zahlungswirksamen Auf- und Abwertungen der Immobilien im ersten Halbjahr 2017 erfasst. Des Weiteren wurde die im Jahr 2017 erfolgte Kapitalerhöhung und Dividendenausschüttung für das Geschäftsjahr 2016 erfasst, die zur Ermittlung des Cashflow-to-Equity für die Ermittlung der Abfindung und des Ausgleichs zum Bewertungsstichtag nicht zu berücksichtigen sind:³⁴

Bilanz

Aktiva in EUR Mio.	Historie			Bereinigungen 2016	Historie (bereinigt)		
	2014	2015	2016		2014	2015	2016
Immaterielle Vermögenswerte	1,7	1,6	1,4	-	1,7	1,6	1,4
Als Finanzinvestition geh. Immobilien	1.489,6	1.739,5	2.215,2	70,1	1.489,6	1.739,5	2.285,3
Eigegenutzte Immobilien	12,9	9,3	6,1	-	12,9	9,3	6,1
Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausst.	1,2	0,5	0,6	-	1,2	0,5	0,6
Andere Sachanlagen	8,4	9,2	10,0	-	8,4	9,2	10,0
Sachanlagen	1.512,2	1.758,5	2.231,9	70,1	1.512,2	1.758,5	2.302,0
Finanzanlagen	8,4	16,8	4,9	-	8,4	16,8	4,9
Anlagevermögen	1.522,2	1.776,8	2.238,2	70,1	1.522,2	1.776,8	2.308,3
Vorräte	1,5	1,1	1,1	-	1,5	1,1	1,1
Forderungen und sonst. Vermögensw.	35,7	21,0	14,4	-	35,7	21,0	14,4
Liquide Mittel	152,6	183,7	68,4	54,3	152,6	183,7	122,7
Langfr. Vermögensw.zur Veräußerung	22,0	15,9	19,2	-19,2	22,0	15,9	-
Andere kurzfristige Finanzanlagen	1,0	0,9	0,9	-	1,0	0,9	0,9
Aktive latente Steuern	3,0	-	2,7	-	3,0	-	2,7
Sonstiges Umlaufvermögen	26,0	16,8	22,7	-19,2	26,0	16,8	3,5
Umlaufvermögen	215,8	222,6	106,6	35,2	215,8	222,6	141,7
Summe Aktiva	1.738,0	1.999,5	2.344,8	105,2	1.738,0	1.999,5	2.450,0

104. Die Bilanzsumme der TLG erhöhte sich von EUR 1.738,0 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 1.999,5 Mio. im Jahr 2015. Im Jahr 2016 nahm die Bilanzsumme weiter auf EUR 2.344,8 Mio. zu.

105. Das Anlagevermögen als Hauptposten des Vermögens der TLG stieg von EUR 1.522,2 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 1.776,8 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 2.238,2 Mio. im Jahr 2016. Das Anlagevermögen umfasst immaterielle Vermögenswerte, Sachanlagen und Finanzanlagen.

106. Der Bilanzposten immaterielle Vermögenswerte besteht aus erworbenen Softwarelizenzen mit einer Nutzungsdauer von drei bis fünf Jahren und betrug EUR 1,7 Mio. im Jahr 2014, EUR 1,6 Mio. im Jahr 2015 und schließlich EUR 1,4 Mio. im Jahr 2016.

³⁴ Bilanzwerte beziehen sich jeweils auf den 31. Dezember des Jahres.

107. Der Bilanzposten Sachanlagen, welcher im Wesentlichen aus den als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien besteht, stieg von EUR 1.512,2 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 1.758,5 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 2.231,9 Mio. im Jahr 2016. Diese Entwicklung war hauptsächlich von Zukäufen im Rahmen der Expansionsstrategie der TLG und Aufwertungen der Bestandobjekte getrieben. Im Jahr 2015 wurden Ankäufe i.H.v. rd. EUR 193,6 Mio. durchgeführt und es entstanden Aufwertungen von rd. EUR 87,9 Mio. Im darauffolgenden Jahr 2016 betragen die Zukäufe rd. EUR 443,0 Mio. und die Aufwertungen rd. EUR 39,9 Mio. Die Bewertung der Immobilien erfolgt halbjährlich durch den Dienstleister Savills Advisory Services Germany GmbH & Co. KG.
108. Im ersten Halbjahr 2017 wurden bereits Aufwertungen bei Immobilien i.H.v. EUR 70,1 Mio. vorgenommen. Um eine für die Unternehmensbewertung geeignete Aufsatzbilanz abzuleiten, haben wir diese Bewertungseffekte bereits in der Bereinigung der Bilanz 2016 erfasst.
109. Die Finanzanlagen nahmen von EUR 8,4 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 16,8 Mio. im Jahr 2015 zu und sanken anschließend auf EUR 4,9 Mio. im Jahr 2016. Der Rückgang im Jahr 2016 ist mit einem Rückgang der Anzahlungen für als Finanzinvestition gehaltene Immobilien zu begründen. Weiterhin umfasst dieser Posten andere langfristige Finanzanlagen, welche über die Jahre 2014 und 2015 konstant waren und sich im Jahr 2016 auf EUR 4,8 Mio. erhöhten.
110. Im Gegensatz zum Anlagevermögen entwickelte sich das Umlaufvermögen über die Jahre 2014 bis 2016 rückläufig und sank von EUR 215,8 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 106,6 Mio. zum Ende des Jahres 2016. Diese Entwicklung wurde vor allem durch Abnahme der liquiden Mittel getrieben. Diese nahmen von EUR 152,6 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 183,7 Mio. per Ende 2015 zu und sanken anschließend auf EUR 68,4 Mio. im Jahr 2016. Gemäß Auskunft der TLG ist der starke Rückgang im Jahr 2016 vornehmlich durch Ankäufe von Immobilien zu begründen. Die Entwicklung der liquiden Mittel der TLG in der Vergangenheit ist generell stark durch den Börsengang Ende 2014 und folgende Kapitalerhöhungen getrieben. Gegenläufig wirkte jedoch ein großes Ankaufsvolumen, so dass die liquiden Mittel insgesamt abnahmen.
111. Für die Bewertung haben wir eine Bereinigung des Bestands der liquiden Mittel zum Ende des Jahres 2016 vorgenommen. Diese Bereinigung bildet die im Januar 2017 erfolgte Kapitalerhöhung i.H.v. EUR 113,6 Mio. ab. Gegenläufig wirkte die Dividendenausschüttung in Höhe von EUR 59,3 Mio., welche bereits im ersten Halbjahr 2017 gezahlt wurde und damit nicht mehr bei der Ermittlung des Cashflow-to-Equity zu berücksichtigen ist. Die entsprechende Bereinigung der liquiden Mittel beträgt im Saldo EUR 54,3 Mio.
112. Die Forderungen und sonstigen Vermögenswerte beliefen sich im Jahr 2014 auf EUR 35,7 Mio., im Jahr 2015 auf EUR 21,0 Mio. und im Jahr 2016 auf EUR 14,4 Mio. Diese umfassen u.a. die Forderungen aus Lieferung und Leistungen, welche im Jahr 2014 EUR 12,6 Mio. betragen. Im Jahr 2015 sanken sie auf EUR 11,9 Mio., anschließend auf EUR 6,0 Mio. im Jahr 2016. Die signifikante Abnahme der Forderungen aus Lieferung und Leistung vom Jahr 2015 auf das Jahr 2016 steht im Zusammenhang mit einer Forderung aus dem Verkauf eines Objekts in Dresden, die zum Bilanzstichtag 2015 noch bestand, aber im Januar 2016 bezahlt wurde. Die ausgewiesenen

Forderungen aus Lieferung und Leistung stellen bereits Nettowerte unter Berücksichtigung von Wertberichtigungen auf nicht werthaltige Forderungen dar.

113. Sonstiges Umlaufvermögen bestand im Jahr 2014 i.H.v. insgesamt EUR 26,0 Mio. Im Jahr 2015 sank dieser Posten auf EUR 16,8 Mio. ab und stieg anschließend auf EUR 22,7 Mio. im Jahr 2016. Der Posten besteht hauptsächlich aus langfristigen Vermögenswerten, die zur Veräußerung bestimmt waren. Im Rahmen der Bereinigung der Aufsatzbilanz haben wir die enthaltenen langfristigen Vermögenswerte zur Veräußerung i.H.v. EUR 19,2 Mio. im Jahr 2016 eliminiert und als Sonderwert in Höhe des Buchwerts angesetzt. Der Buchwert entspricht hierbei dem vertraglich vereinbarten Kaufpreis.
114. Auch auf der Passivseite der Bilanz haben wir im Jahr 2016 zur Aktivseite korrespondierende Bereinigungen durchgeführt.³⁵

Bilanz

Passiva

in EUR Mio.	Historie			Bereinigung	Historie (bereinigt)		
	2014	2015	2016	2016	2014	2015	2016
Eigenkapital	748,0	967,9	1.009,5	120,0	748,0	967,9	1.129,5
Andere kurzfristige Rückstellungen	5,7	2,4	1,8	-	5,7	2,4	1,8
Passive latente Steuern	150,5	185,9	217,7	-	150,5	185,9	217,7
Rückstellungen	156,2	188,3	219,5	-	156,2	188,3	219,5
Verb. ggü. Kreditinstituten (kurzfr.)	39,3	36,0	65,2	-	39,3	36,0	65,2
Verb. ggü. Kreditinstituten (langfr.)	731,1	746,7	975,2	-	731,1	746,7	975,2
Pensionsverbindlichkeiten	8,2	8,1	8,3	-	8,2	8,1	8,3
Langfristige Finanzinstrumente	17,8	15,9	20,4	-14,8	17,8	15,9	5,6
Verzinsliche Verbindlichkeiten	796,5	806,7	1.069,1	-14,8	796,5	806,7	1.054,4
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	37,4	36,6	46,6	-	37,4	36,6	46,6
Summe Passiva	1.738,0	1.999,5	2.344,8	105,2	1.738,0	1.999,5	2.450,0

115. Das Eigenkapital der TLG stieg in den vergangenen Jahren kontinuierlich aufgrund durchgeführter Kapitalerhöhungen sowie positiver Konzernjahresergebnisse. Hierdurch erhöhte sich das gesamte Eigenkapital von EUR 748,0 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 1.009,5 Mio. per Ende 2016. Das gezeichnete Kapital, welches in Aktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie eingeteilt ist, stieg von EUR 61,3 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 67,4 Mio. zum Ende des Jahres 2016. Analog erhöhten sich auch die Kapitalrücklagen von EUR 343,0 Mio. auf EUR 440,3 Mio. Durch die gleichzeitige Aufnahme von Fremdkapital verblieb die Eigenkapitalquote trotz der durchgeführten Kapitalmaßnahmen jedoch nahezu unverändert bei rd. 43%.
116. Im ersten Halbjahr 2017 erfolgte eine erneute Kapitalerhöhung i.H.v. EUR 113,7 Mio. Diese haben wir in der Bereinigung entsprechend im gezeichneten Kapital und den Kapitalrücklagen der Aufsatzbilanz erfasst. Des Weiteren haben wir das Eigenkapital zusätzlich um insgesamt EUR 6,3 Mio. erhöht. Diese Erhöhung entsteht durch die Erfassung der Bewertungseffekte der

³⁵ Bilanzwerte beziehen sich jeweils auf den 31. Dezember des Jahres.

Sachanlagen i.H.v. EUR 70,1 Mio. im ersten Halbjahr 2017, der bereits ausgeschütteten Dividende i.H.v. EUR -59,3 Mio., der eliminierten langfristigen Vermögenswerte zur Veräußerung i.H.v. EUR 19,2 Mio. und der Bewertungseffekte für langfristigen Finanzinstrumente i.H.v. EUR 14,8 EUR im Eigenkapital. Das Saldo der Bereinigungen beträgt EUR 120,0 Mio.

117. Durch den Vollzug der Übernahme der WCM vor dem Bewertungsstichtag wird noch eine Sachkapitalerhöhung bei der TLG stattfinden. Diese Sachkapitalerhöhung wurde jedoch für Bewertungszwecke nicht bilanziell abgebildet, sondern durch eine Berücksichtigung der WCM Aktien als Sonderwert und eine entsprechend erhöhte Aktienzahl der TLG erfasst.³⁶
118. Die Rückstellungen bestehen im Wesentlichen aus passiven latenten Steuern und betragen im Jahr 2014 in Summe EUR 156,2 Mio. Daraufhin stieg dieser Posten im Jahr 2015 auf EUR 188,3 Mio. und im Jahr 2016 auf EUR 219,5 Mio. Die latenten Steuerverbindlichkeiten resultieren hauptsächlich aus der Fair Value-Bewertung der als Finanzinvestitionen gehaltenen und eigengenutzten Immobilien und dem dadurch resultierenden Unterschied zwischen Handelsbilanz (IFRS) und Steuerbilanz.
119. Andere kurzfristige Rückstellungen wurden vor allem für Prozessrisiken gebildet und betragen rd. EUR 1,8 Mio. per Ende 2016.
120. Neben dem Eigenkapital stellen die verzinslichen Verbindlichkeiten den zweiten großen Posten der Passivseite der Bilanz dar. Sie bestehen aus kurzfristigen und langfristigen Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, Pensionsverbindlichkeiten und langfristigen Finanzinstrumenten. Verzinsliche Verbindlichkeiten stiegen von insgesamt EUR 796,5 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 1.069,1 Mio. im Jahr 2016.
121. Die Finanzierung der Akquisitionen erfolgt im Wesentlichen über langfristige Verbindlichkeiten. Daher nahmen die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten (Summe der kurzfristigen und langfristigen Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten) über die Jahre 2014 bis 2016 aufgrund getätigter Investitionen in das Immobilienportfolio kontinuierlich zu. Während sie im Jahr 2014 noch insgesamt EUR 770,4 Mio. betragen, stiegen sie bis zum 31. Dezember 2016 auf EUR 1.040,4 Mio.
122. Darüber hinaus hat die TLG Zinssicherungsgeschäfte in Bezug auf die aufgenommenen Darlehen abgeschlossen. Diese sind u.a. als langfristige Finanzinstrumente bilanziert. Da diese Sicherungsgeschäfte die Gesellschaft gegen steigende Zinsen absichern sollen und bei höheren Zinsniveaus geschlossen wurden, stellen Teile der Finanzinstrumente inzwischen Verbindlichkeiten dar und wurden dementsprechend auf der Passivseite der Bilanz mit EUR 20,4 Mio. zum Ende des Jahres 2016 erfasst. Im ersten Halbjahr 2017 fanden Aufwertungen statt und dieser Posten nahm auf EUR 5,6 Mio. ab. Da dies vor dem Bewertungsstichtag erfolgt ist, haben wir die Bilanz entsprechend bereinigt und die Bereinigung erfolgsneutral im Eigenkapital erfasst. In der Planungsrechnung erfolgt keine Berücksichtigung von nicht zahlungswirksamen Veränderungen

³⁶ Vgl. Kapitel 5.5.5. (Tz. 446 ff).

des beizulegenden Zeitwerts der Finanzinstrumente, sondern lediglich eine erfolgswirksame Erfassung der entsprechenden Zinsaufwendungen.

123. Die Pensionsverbindlichkeiten i.H.v. rd. EUR 8,3 Mio. im Jahr 2016 haben wir den verzinslichen Verbindlichkeiten zugeordnet. Da diese Pensionszusagen ausschließlich für Mitarbeiter der Gesellschaft gilt, die in früheren Jahren beschäftigt waren, verblieb dieser Posten nahezu konstant.
124. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten sanken von EUR 37,4 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 36,6 Mio. im Jahr 2015. Anschließend stiegen sie auf EUR 46,6 Mio. im Jahr 2016. Die größten Einzelposten bildeten dabei die Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung i.H.v. EUR 21,2 Mio. per Ende 2016 und die Steuerverbindlichkeiten i.H.v. EUR 4,5 Mio. Außerdem bestanden andere kurzfristige und langfristige Verbindlichkeiten, u.a. für Verbindlichkeiten gegenüber Mitarbeitern, Verbindlichkeiten an Minderheiten und Abgrenzungen aus Derivaten. Dieser Posten nahm insgesamt von EUR 13,9 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 20,9 Mio. zum Ende des Jahres 2016 zu.

3.1.5. SWOT-Analyse

125. Im Folgenden wird eine Positionsbestimmung von TLG aus interner Sicht (Unternehmens- und Ressourcenanalyse) anhand der Stärken und Schwächen des Unternehmens sowie aus externer Sicht (Markt- und Wettbewerbsanalyse) anhand von Gelegenheiten und Gefahren, welche sich aus dem Markt- und Wettbewerbsumfeld ergeben, dargestellt. Aus den Kernkompetenzen der Gesellschaft einerseits und den Werttreibern der Branche andererseits resultieren unternehmensspezifische Chancen und Risiken für TLG.

Unternehmens- und Ressourcenanalyse

3.1.5.1. Stärken

126. Zu den wesentlichen Stärken der TLG zählen:

- Viele Mietverträge der TLG haben eine vergleichsweise lange Restlaufzeit. Die gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WALT) beträgt 6,1 Jahre.
- Ein hoher WALT und eine niedrige EPRA Leerstandsquote führen zu einer hohen Unabhängigkeit von wirtschaftlichen Entwicklungen.
- Die langlaufenden Mietverträge verfügen über weitestgehend feste Mietkonditionen.
- Betriebskosten der Immobilien sind gemäß der langlaufenden Mietverträge umlagefähig.
- Der überwiegende Teil der Immobilien befindet sich in attraktiven Mikrolagen.

VALUETRUST

- Durch die Konzentration auf Büro-, Einzelhandels- und vereinzelt Hotelimmobilien besitzt die TLG eine hohe Expertise in diesen Marktsegmenten.
- Durch den regionalen Fokus besitzt die TLG ein starkes lokales Netzwerk in Berlin und Ostdeutschland, welches es dem Unternehmen ermöglicht, schnell auf Mieterbedürfnisse zu reagieren sowie hervorragenden Zugang zu Informationen über potenzielle Akquisitionen zu erhalten.
- Durch den Aufbau des Standorts in Frankfurt am Main und die bestehende Plattform kann das Unternehmen mit geringen zusätzlichen Gemeinkosten weitere Akquisitionen durchführen.
- Mit Büroimmobilien in hervorragenden Mikrolagen in Berlin und wirtschaftlich starken ostdeutschen Städten, wie Dresden, Leipzig und Rostock deckt das Portfolio der TLG besonders attraktive Segmente der Gewerbeimmobilienmärkte ab.
- Die TLG erreicht sowohl über ein regional diversifiziertes Einzelhandelsportfolio als auch durch die Kombination aus verschiedenen Asset-Klassen einen hohen Grad an Risikodiversifizierung.
- Da seit dem Jahr 1996 83% der Portfolioimmobilien neu errichtet oder vollständig renoviert wurden, besitzt die TLG ein modernes, gut instandgehaltenes und damit für Mieter attraktives Portfolio, bei dem zur Zeit keine wesentlichen Investitionsstaus zu erwarten sind.
- Die TLG besitzt aufgrund der vergleichsweise geringen Verschuldung und einem guten Zugang zum Kapitalmarkt eine solide Finanzierungsstruktur, die Spielraum für weiteres Wachstum bietet. Darüber hinaus hat das Unternehmen sowohl durch lange Restlaufzeiten als auch durch Festverzinsung bzw. Absicherung ihrer Verbindlichkeiten das Risiko durch steigende Leitzinsen begrenzt und verfügt über eine hohe Planungssicherheit.
- Das hohe steuerliche Einlagekonto ermöglicht es der TLG (teilweise) steuerfreie Ausschüttungen an ihre Aktionäre vorzunehmen.

3.1.5.2. Schwächen

127. Zu den wesentlichen Schwächen der TLG zählen:

- Durch langfristige Mietverträge können Mieten bei einem allgemeinen Konjunkturaufschwung nur schwer nach oben angepasst werden.
- Aufgrund langlaufender Mietverträge und den darin enthaltenen Konditionen ist eine vollständige Überwälzung der Inflation an Mieter nicht möglich.
- In Abhängigkeit vom Leerstand der Immobilien sind bestimmte Betriebskosten nicht vollständig umlagefähig.

- In Bezug auf die Wachstumsperspektiven besteht eine hohe Abhängigkeit von der Verfügbarkeit geeigneter Immobilien mit attraktiven Renditechancen.
- Die geografische Konzentration des Gewerbeimmobilienportfolios der TLG in Deutschland macht das Unternehmen anfällig gegenüber lokaler negativer Trends sowie politischen Entscheidungen.
- Der Fokus auf Büro-, Einzelhandels- und vereinzelt Hotelimmobilien schränkt die Auswahl an möglichen Akquisitionsobjekten ein.
- Für die TLG stellt Westdeutschland ein ungewohntes Marktumfeld dar, weshalb Akquisitionen von Immobilien in Westdeutschland aus Sicht der TLG ein höheres Risiko aufweisen.
- Die TLG ist von einer begrenzten Anzahl an Hauptmietern abhängig und hält zudem einzelne Immobilien, die einen hohen Wert des Portfolios ausmachen.
- Die TLG ist bei Entwicklungsprojekten abhängig von Subunternehmen, bei deren Insolvenz Projekte nicht fertiggestellt bzw. vollständig vermietet werden könnten.
- Beim Verkauf von Immobilien könnte die TLG Haftungsansprüchen von Seiten der Käufer ausgesetzt sein.
- Bis zum Jahr 2020 laufen Mietverträge aus, die insgesamt ca. 48% der Nettokaltmieteinnahmen ausmachen.
- Die Ankaufsaktivitäten sind mit vergleichsweise hohen Rechts- und Beratungskosten verbunden ohne Gewissheit einer erfolgreichen Durchführung der geplanten Transaktionen.
- Die TLG ist von einer begrenzten Zahl an qualifizierten Mitarbeitern abhängig, die möglicherweise nicht gehalten bzw. neu eingestellt werden können.
- Vereinzelt sind Immobilien des Portfolios durch Bodenkontamination, Gefahrstoffe (z.B. Asbest), sonstigen Altlasten oder Kriegsmunition belastet.
- Gegenüber der TLG könnten Restitutions- oder Entschädigungsansprüche aus der Enteignung durch das nationalsozialistische Regime oder die ehemalige DDR geltend gemacht werden.

Markt- und Wettbewerbsanalyse

3.1.5.3. Gelegenheiten

128. Markt- und wettbewerbsseitig ergeben sich für die TLG folgende wesentliche Gelegenheiten:

- Ein überdurchschnittliches Wachstum des BIP im Vergleich zum Rest der EU sowie eine fundamental gesunde Wirtschaftslage in Deutschland haben und könnten sich auch in Zukunft positiv auf die Nachfrage nach Gewerbeimmobilien auswirken.
- Vor dem Hintergrund des zunächst weiterhin andauernden Niedrigzinsumfelds stellen Immobilien weiterhin eine attraktive Anlagenklasse dar.
- Die steigende Nachfrage nach attraktiven Investmentmöglichkeiten eröffnet Gelegenheiten für den opportunistischen Verkauf von Objekten.
- Die Schwerpunktregionen der TLG zeigen eine gute ökonomische Verfassung und dürften, besonders bedingt durch den Trend zu größeren Bevölkerungszahlen in den Ballungsräumen, auch in Zukunft weiter profitieren.
- Deutsche Städte wie z.B. Frankfurt könnten im Zuge des Brexits davon profitieren, dass Unternehmen Standortverlagerungen aus Großbritannien in andere europäische Länder durchführen, um den Zugang zum europäischen Markt zu erhalten.
- Während die Mieten im Lebensmitteleinzelhandel in Westdeutschland in den letzten Jahren stabil geblieben sind, wurde in Ostdeutschland ein Mietwachstum in diesem Bereich von knapp 11% verzeichnet. Bei einer Fortsetzung dieses Trends wären hier Wachstumspotenziale und attraktive Renditen möglich.

3.1.5.4. Gefahren

129. Markt- und wettbewerbsseitig ist die TLG folgenden wesentlichen Gefahren ausgesetzt:

- Da die Gewerbeimmobilienmärkte vergleichsweise anfällig für Schwankungen der Gesamtwirtschaft sind, haben makroökonomische Trends sowie politische Entwicklungen und Änderungen der regulatorischen Rahmenbedingungen Einfluss auf den Vermietungsstand sowie die Entwicklung der Mietpreise.
- Die Nachfrage nach Büro-, Einzelhandels und Hotelimmobilien könnte durch sozioökonomische Trends, wie eine Zunahme von Home-Office Arbeitsplätzen, eine fortlaufende Verlagerung des Lebensmitteleinzelhandels auf online Lieferdienste und die weitere Verbreitung alternativer Übernachtungsmöglichkeiten (z.B. Airbnb), negativ beeinflusst werden.

- Eine Beendigung der expansiven Geldpolitik und damit einhergehende steigende Zinssätze würden zu einer Erhöhung des Diskontierungszinssatzes und damit zu einer geringeren Immobilienbewertung führen. Dies könnte wiederum die Möglichkeiten und Konditionen von Fremdkapitalaufnahmen verschlechtern.
- Langfristig steigende Fremdkapitalkosten könnten die Renditechancen der Immobilien reduzieren und die M&A Aktivität im Immobiliensektor bremsen.
- Negative demografische Trends, wie das Abwandern der jüngeren Bevölkerung, besonders aus den Städten in Ostdeutschland, könnten die Geschäftstätigkeit der TLG negativ beeinflussen. Außerdem bestehen Gefahren aus der aktuell stagnierenden Bevölkerungszahl in Deutschland bei einer gleichzeitig älter werdenden Bevölkerung.
- Die Wachstumsstrategie durch Akquisitionen könnte durch den Mangel an attraktiven, zum Verkauf angebotenen, Immobilien oder an der Verfügbarkeit der Akquisitionsfinanzierung scheitern.
- Unvorhergesehene Steigerungen der Investitions-, und Instandhaltungs- und Betriebskosten könnten das Ergebnis der TLG beeinträchtigen.
- Eine verstärkte Nachfrage von Investoren nach Gewerbeimmobilien in Deutschland würde den Wettbewerbsdruck auf die TLG erhöhen.
- Es besteht die Gefahr, keine geeigneten und ausreichend solventen (Nach)mieter zu finden. Darüber hinaus könnten bestehende Mieter ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen.
- Ein zunehmender Wettbewerb auf dem Gewerbeimmobilienmarkt in Deutschland könnte zu einem Überangebot vermietbarer Immobilien und damit einhergehendem wachsenden Wettbewerb um Mieter und sinkenden Mieten führen.
- Die Rahmenbedingungen für die Finanzierung von neuen Immobilien oder für die Refinanzierung von Bestandsobjekten könnten sich durch externe Einflüsse verschlechtern oder es könnten Kreditverpflichtungen („Covenants“) verletzt werden.
- Durch einen intensiven Wettbewerb um qualifizierte Mitarbeiter im Gewerbeimmobilien-sektor gibt es keine Gewissheit, dass es der TLG auch in Zukunft gelingen wird, geeignetes Personal zu finden.

3.1.5.5. Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil

130. Für die TLG ergeben sich durch die Kombination von unternehmensinternen Stärken und marktseitigen Gelegenheiten folgende wesentliche Chancen zum Bewertungsstichtag:

- Die TLG befindet sich durch ihre modernen und renovierten Immobilien an strategisch günstigen Standorten in Deutschland in einer hervorragenden Ausgangsposition, um das Überdurchschnittliche deutsche Wirtschaftswachstum und die damit einhergehende erhöhte Nachfrage an Gewerbeimmobilien sowie die hohen Transaktionsvolumina im Immobilienmarkt für sich nutzen zu können.
- Die Expertise durch den Fokus auf Büro-, Einzelhandels- und Hotelimmobilien sowie eine solide Finanzierungsstruktur könnte es der TLG ermöglichen, an den Wachstumspotenzialen auf den deutschen Gewerbeimmobilienmärkten zu partizipieren.
- Durch die hervorragenden Mikrolagen der TLG-Immobilien in Berlin und Ostdeutschland verschaffen sich deren Mieter Wettbewerbsvorteile und, während die Mieten im Lebensmitteleinzelhandel in Westdeutschland stabil geblieben sind, verzeichneten die Mieten in Ostdeutschland ein Wachstum von knapp 11%. Die Positionierung der TLG in diesen Märkten macht das Unternehmen zu einem attraktiven Vermieter im Einzelhandelssegment und versetzt es in die Lage, sich auch in Zukunft diese positive Entwicklung zunutze zu machen.

131. Für die TLG bestehen andererseits Risiken, die sich aus der Kombination der Schwächen mit marktseitigen Gefahren ergeben. Die wesentlichen Risiken sind:

- Die TLG ist für die Umsetzung ihrer Wachstumsstrategie, besonders in dem für die TLG neuen Markt Westdeutschland, auf Akquisitionen angewiesen. Um diese durchführen zu können ist es essentiell, dass attraktive Immobilien regelmäßig zum Verkauf stehen und sich die TLG im Wettbewerb gegen andere potentielle Käufer durchsetzen kann.
- Das Unternehmen steht in den beiden Kernsegmenten Büro und Hotels einem harten Wettbewerb gegenüber. Durch die Verstärkung von Trends, wie Home-Office und alternativen Übernachtungsmöglichkeiten (z.B. Airbnb), könnte sich der Wettbewerb in diesen Geschäftsbereichen der TLG noch weiter verstärken und zu einer höheren Leerstandsquote sowie zu geringeren Mieteinnahmen führen.
- Durch den hohen Wertanteil mancher Immobilien am Portfolio sowie durch die begrenzte Anzahl an Hauptmietern könnten der Verlust wichtiger Mieter, restriktive behördliche Anordnungen, Brände und andere Katastrophen erhebliche negative Auswirkungen auf das Gesamtportfolio haben, wenn davon wichtige Mieter bzw. Schlüsselimmobilien betroffen wären.
- Die Beendigung der expansiven Geldpolitik würde den Wert des Immobilienportfolios durch einen höheren Diskontierungssatz beeinträchtigen sowie die Finanzierung von Akquisitionen erschweren. Darüber hinaus könnte ein Anstieg der allgemeinen Zinssätze das Wirtschaftswachstum bremsen und dadurch die Nachfrage nach Gewerbeimmobilien

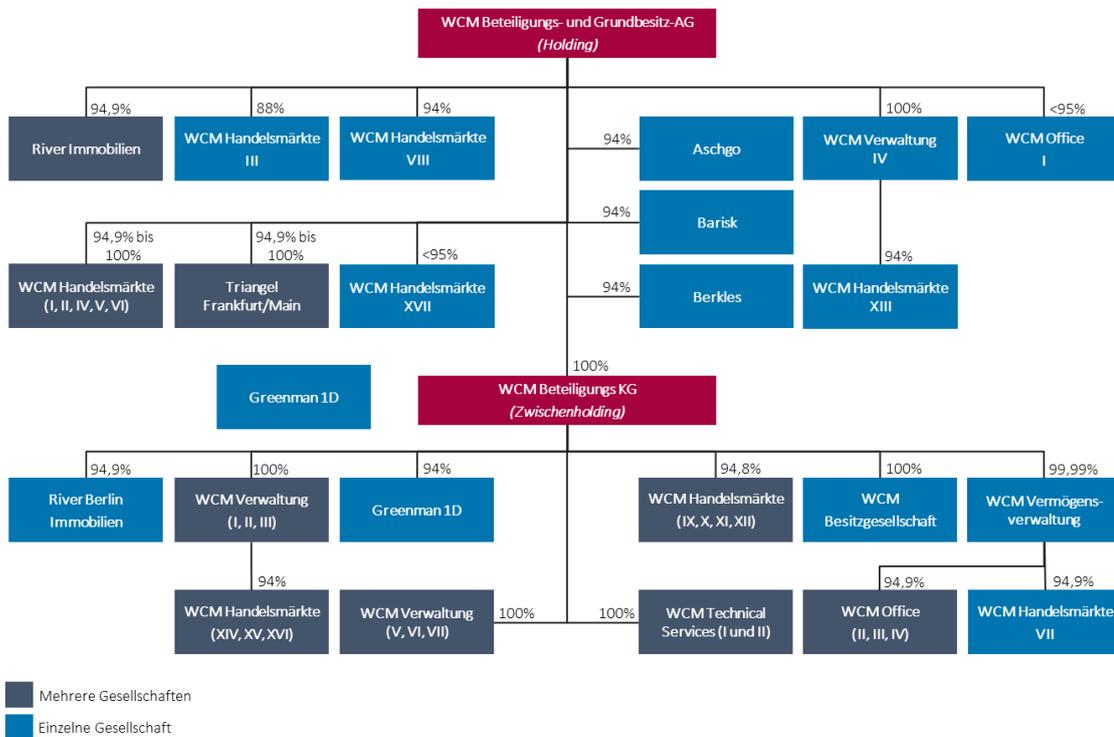
schwächen. Durch den Fokus der TLG auf diesen Sektor könnte dies zu Umsatzeinbußen führen.

- Die ambitionierte Akquisitionsplanung der TLG könnte aufgrund des aktuell sehr stark von Käufern geprägten Marktumfeldes bei Gewerbeimmobilien zusätzliches Risiko bedeuten.

132. Das Chancen-Risiko-Profil der TLG dient im Weiteren zur Beurteilung der Plausibilität der Planung und der Auswahl der Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group).

3.2. Bewertungsobjekt WCM

133. Bewertungsobjekt ist die WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-AG, welche über die folgenden Beteiligungen verfügt:³⁷



134. Das dargestellte Organigramm zeigt die WCM nach den gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen, die noch vor Vollzug des Übernahmeangebots abgeschlossen wurden. Zum Erhalt von Verlustvorträgen sind 19 immobilienhaltende Tochter-GmbHs der WCM und drei weitere Zwischenholding-GmbHs in gewerblich geprägte Personengesellschaften umgewandelt worden. Weiterhin wurden vier 100%-Tochter-Personengesellschaften vor der Übernahme in GmbHs formgewechselt. Minderheiten, die im Wesentlichen zur Vermeidung von Grunderwerbssteuer

³⁷ Für Darstellungszwecke haben wir die Gesellschaftsstruktur der WCM vereinfacht und diverse Gesellschaften zusammengefasst. Dies ist entsprechend gekennzeichnet.

installiert wurden und im Planungsverlauf erhalten bleiben, sind bei diversen Tochtergesellschaften beteiligt.

3.2.1. Unternehmenshistorie

135. Bereits 1766 wurde die damalige Weberei und Stoffdruckerei von Johann Heinrich von Schüle unter dem Namen Württembergische Cattunmanufactur gegründet, dessen Kürzel noch heute den Namen „WCM“ prägt. 1856 erfolgte die Umwandlung in eine Aktiengesellschaft, ab der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts agierte die WCM als Tochtergesellschaft der I.G. Farben AG. Nach der Einstellung des Produktionsbetriebs 1966 wurde der Fokus der Geschäftstätigkeit auf Unternehmensbeteiligungen sowie Immobilien gelegt. 1991 wurde das Unternehmen unter der Führung des Investors Karl Ehlerding in die WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-AG umbenannt. In den darauf folgenden Jahren wurden Beteiligungen an Unternehmen, wie der Württembergischen Versicherung AG, Spar Handelsgesellschaft, RSE Grundbesitz und Beteiligungs-AG und Klöckner-Werke, erworben. Außerdem wurde ein größerer Bestand an Wohnimmobilien aufgebaut. Von 1998 bis 2005 war die WCM Bestandteil des MDAX.
136. Nachdem eine geplante Übernahme der Commerzbank scheiterte und die im Portfolio gehaltenen Unternehmensbeteiligungen Verluste einfuhren, befand sich die WCM ab 2006 im Insolvenzverfahren und von 2009 bis 2010 in der Planinsolvenz. Nach der Beendigung des Insolvenzverfahrens erfolgte eine Restrukturierung und Neuausrichtung der WCM, welche seit Ende 2014 wieder geschäftstätig und an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert ist. Mit einer erfolgreichen Barkapitalerhöhung im Dezember 2014 wurde der Grundstein für den Ankauf eines ersten Gewerbeimmobilienportfolios gelegt. Am 21. Dezember 2015 erfolgte die Aufnahme des Unternehmens in den SDAX.
137. Anfang 2016 stieg die DIC Asset AG bei der WCM als Großaktionär mit rd. 24,6% ein. Schließlich erfolgte am 10. Mai 2017 das Übernahmeangebot durch die TLG.

3.2.2. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

138. Die WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-AG ist eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht mit Sitz in Frankfurt am Main. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 55695 eingetragen.
139. Die aktuelle Satzung der WCM definiert als Unternehmensgegenstand den Erwerb und die Verwaltung von in- und ausländischen Beteiligungen an Immobilien und Immobiliengesellschaften, einschließlich der Verwaltung und Verpachtung der Immobilien, im eigenen Namen und auf eigene Rechnung.
140. Das Grundkapital der WCM beträgt derzeit EUR 136.802.552,00 und ist eingeteilt in 136.802.552 Aktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der Zielgesellschaft von EUR 1,00 je Aktie. Die WCM hält derzeit keine eigenen Aktien.

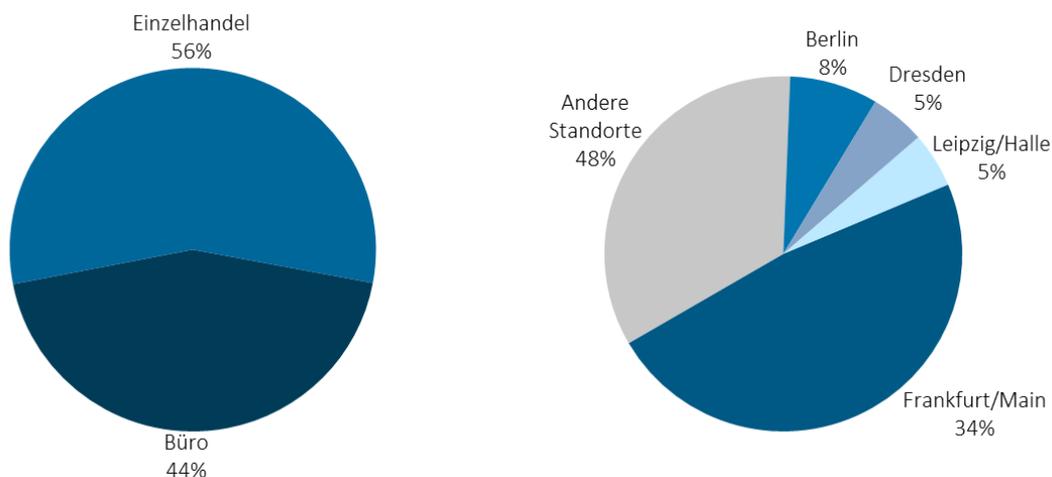
141. Insgesamt verfügt die WCM über genehmigtes Kapital, um das Grundkapital einmalig oder mehrmals um insgesamt bis zu EUR 65.368.769,00 durch Ausgabe von bis zu 65.368.769 neuen Aktien zu erhöhen. Im Rahmen von Optionsprogrammen wurden insgesamt 4.055.000 Rechte auf den Erwerb von je einer neuen Aktie an Mitarbeiter und Vorstand der WCM ausgegeben. Gemäß der Hauptversammlungsbeschlüsse können weitere 2.245.000 Optionen begeben werden.
142. Die Aktien der WCM sind unter der ISIN DE000A1X3X33 zum Handel im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) und den Börsen in Hamburg und Stuttgart zugelassen. Die WCM-Aktien gehören derzeit dem CDAX, DIMAX sowie dem FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe an.
143. Der Vorstand der WCM besteht aus Herrn Stavros Efremidis (CEO) und Herrn Ralf Struckmeyer (CFO). Vorsitzender des Aufsichtsrats ist Herr Rainer Laufs.
144. Zum 26. August 2017 verfügte die WCM über voraussichtlich nutzbare körperschaftsteuerliche Verlustvorträge i.H.v. EUR 237,6 Mio. Die Verlustvorträge bleiben aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen vor Closing des Übernahmeangebots auch nach Mehrheitsübernahme durch die TLG erhalten. Durch die Nutzung der sogenannten erweiterten Kürzung der Gewerbesteuer für Grundstücksunternehmen nach § 9 Nr. 1 Satz 2 GewStG plant die WCM ab dem Jahr 2016 mit keiner Gewerbesteuerzahlung.
145. Weiterhin verfügt die WCM über ein steuerliches Einlagenkonto i.H.v. EUR 1.415,2 Mio., welches zunächst abgeltungssteuerfreie Ausschüttungen an die Aktionäre ermöglicht.
146. Die WCM verfügt über diverse Tochtergesellschaften, an denen Minderheitsgesellschafter mit einem Anteil zwischen 5,1% bis 12,0% beteiligt sind.

3.2.3. Wirtschaftliche Grundlagen

3.2.3.1. Geschäftsmodell

147. Die WCM ist nach eigenen Angaben spezialisiert auf die langfristige Vermietung hochwertiger Büro- und Einzelhandelsimmobilien an ausgewählten Standorten in Deutschland. Ihren Fokus legt sie dabei auf den Erwerb und die effiziente Bewirtschaftung von Immobilien, die einen niedrigen Leerstand aufweisen und als „Core“- oder „Core plus“-Immobilien eingestuft werden können.

148. Das Portfolio der WCM lässt sich in die Bereiche Büro und Einzelhandel bzw. regional einteilen³⁸:



149. Der Immobilienbestand der WCM teilt sich bezogen auf den Bruttoimmobilienwert ungefähr hälftig in Einzelhandels- und Büroimmobilien ein. Als regionale Schwerpunkte des aktuellen Immobilienportfolios sind Frankfurt am Main und Berlin zu nennen.

150. Das Immobilienportfolio der WCM bestand zum 30. Juni 2017 aus 57 Immobilien mit einer vermietbaren Gesamtfläche von rd. 0,4 Mio. Quadratmetern. Der Gesamtwert des Portfolios beträgt rd. EUR 0,8 Mrd. Insgesamt weist das Immobilienportfolio der WCM folgende Kennzahlen aus³⁹:

Portfolio	# Immobilien	57
	Bruttoimmobilienwert (EUR Mio.)	801,0
	Annualisierte Miete (EUR Mio.)	47,5
	Bruttoanfangsrendite	5,9%
	EPRA Leerstand	4,5%
	Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (Jahre)	7,8

151. 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.

152. Zum 30. Juni 2017 beschäftigte die WCM neben den zwei Vorstandsmitgliedern insgesamt 28 Personen.

³⁸ Vgl. TLG's Tender Offer for WCM: Building the leading German commercial real estate platform, Mai 2017.

³⁹ Vgl. WCM, Halbjahresbericht 2017, August 2017.

3.2.3.2. Unternehmensstrategie

153. Die WCM ist spezialisiert auf die langfristige Vermietung hochwertiger Büro- und Einzelhandelsimmobilien an den Top-Standorten in Deutschland. Im Fokus stehen dabei der Erwerb und die effiziente Bewirtschaftung von Immobilien mit niedrigem Leerstand der Segmente Core und Core-plus, Darüber hinaus kauft WCM auch Objekte des Segments Value-add und nutzt dabei Opportunitäten. In der Zusammensetzung ihres Portfolios strebt die WCM eine ausgewogene regionale und branchenbezogene Diversifizierung unter Beibehaltung ihres Schwerpunktes auf Gewerbeimmobilien an.
154. Bei Einzelhandelsimmobilien legt die WCM ihren Schwerpunkt auf Ballungsräume und regionale Zentren in Deutschland, die eine hohe Bevölkerungsdichte und eine gute Infrastruktur aufweisen. Sie strebt dabei Mietverträge mit renommierten Einzelhandelsunternehmen, die eine Laufzeit von mehr als zehn Jahren sowie einen niedrigen Leerstand aufweisen, an.
155. Bei Büroimmobilien fokussiert sich die WCM auf Innenstadtlagen und etablierte Bürostandorte in den sog. Top-7 Städten (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart) und in ausgewählten B-Städten in Deutschland. Dabei beträgt bei Büroimmobilien das angestrebte Investitionsvolumen pro Liegenschaft zwischen ca. EUR 15 Mio. bis EUR 60 Mio.
156. In Einzelfällen werden Gelegenheiten genutzt, um Immobilien nach erzielter Wertschöpfung mit Gewinn weiterzuverkaufen. Darüber hinaus ist bei Immobilien aus Portfoliotransaktionen vorgesehen, solche Immobilien, die nicht in allen wesentlichen Punkten den Auswahlkriterien der WCM entsprechen, aus den erworbenen bzw. zu erwerbenden Portfolien herauszulösen und nach Durchführung von gegebenenfalls möglichen Wertsteigerungsmaßnahmen wieder zu veräußern.

3.2.4. Ertrags- und Vermögenslage

157. Die Vergangenheitsanalyse der Ertrags- und Vermögenslage bildet den Ausgangspunkt für die Analyse der Unternehmensplanung und für Plausibilitätsbeurteilungen. Daher wurde zu Vergleichszwecken die Planungsrechnung für den Zeitraum 2017 bis 2021 bereits an dieser Stelle den IST-Zahlen gegenüber gestellt.⁴⁰

3.2.4.1. Ertragslage

158. Die nachfolgende Übersicht stellt die bereinigte historische Ertragslage der WCM für das Jahr 2014 bis zum Jahr 2016 und die Planung bis zum Jahr 2021 der WCM nach IFRS dar:

Gewinn- und Verlustrechnung

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung				CAGR	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	16-'21
Mieterlöse	-	10,4	32,6	46,1	55,8	56,0	58,8	58,7	12,5%
Wachstum (in %)	-	-	212,2%	41,3%	21,1%	0,3%	5,1%	-0,2%	
Nicht-umlagefähige Betriebskosten	-	0,6	0,9	1,5	2,0	2,1	2,1	2,1	17,7%
Instandhaltungen	-	0,3	0,4	1,2	1,7	1,7	1,8	1,8	32,1%
Sonstiges	-	0,0	1,4	2,0	2,9	3,3	2,0	2,5	11,7%
Ergebnis aus der Vermietung	-	9,6	29,8	41,3	49,2	48,9	53,0	52,3	11,9%
Marge (in %)	-	91,5%	91,4%	89,7%	88,2%	87,3%	90,0%	89,1%	
Personalaufwand	0,2	1,5	4,6	3,7	3,7	3,8	3,9	3,9	-3,1%
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	3,0	1,5	-	-	-	-	-	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,5	6,7	12,9	22,5	6,1	4,0	4,1	4,1	-20,3%
EBITDA	-0,7	4,3	13,8	15,2	39,4	41,1	45,0	44,3	26,2%
Marge (in %)	-	41,4%	42,4%	33,0%	70,6%	73,4%	76,6%	75,4%	
Abschreibungen	-	0,4	1,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	-24,6%
EBIT	-0,7	4,0	12,7	14,9	39,1	40,8	44,8	44,0	28,2%
Marge (in %)	-	38,0%	39,0%	32,4%	70,2%	72,9%	76,1%	75,0%	
Finanzergebnis	-0,2	-2,1	-7,1	-9,9	-11,8	-11,6	-11,1	-11,0	
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	-0,9	1,9	5,6	5,0	27,4	29,2	33,7	33,1	42,6%
Außerordentliches Ergebnis	-	-	-	0,1	-	-	-	-	
Rückanpassung Summe Bereinigungen	-	54,9	30,0	-	-	-	-	-	
Ergebnis vor Ertragsteuern	-0,9	56,8	35,6	5,2	27,4	29,2	33,7	33,1	-1,5%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-2,1	-0,9	17,0	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	-47,1%
Effektive Steuerrate (in %)	n.a.	-1,5%	47,9%	5,3%	1,6%	1,8%	2,2%	2,1%	
Jahresüberschuss	1,2	57,7	18,6	4,9	26,9	28,6	33,0	32,4	11,8%
Marge (in %)	-	n.a.	56,9%	10,6%	48,3%	51,2%	56,0%	55,1%	

⁴⁰ Auf die Unternehmensplanung für die Jahre 2017 bis 2021 wird im Kapitel 6.1. (Tz. 462 ff) ausführlich eingegangen.

159. Gemäß IDW S 1 sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse (EBITDA, EBIT) gegebenenfalls zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen zu verdeutlichen.

Gewinn- und Verlustrechnung - Bereinigungen

in EUR Mio.	Historie			Bereinigungen		Historie (bereinigt)		
	2014	2015	2016	2015	2016	2014	2015	2016
Mieterlöse	-	10,4	32,6	-	-	-	10,4	32,6
Wachstum (in %)	-	-	212,2%	-	-	-	-	212,2%
Nicht-umlagefähige Betriebskosten	-	0,6	0,9	-	-	-	0,6	0,9
Instandhaltungen	-	0,3	0,4	-	-	-	0,3	0,4
Sonstiges	-	0,0	1,4	-	-	-	0,0	1,4
Ergebnis aus der Vermietung	-	9,6	29,8	-	-	-	9,6	29,8
Marge (in %)	-	91,5%	91,4%	-	-	-	91,5%	91,4%
Personalaufwand	0,2	1,5	4,6	-	-	0,2	1,5	4,6
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	57,9	31,5	-54,9	-30,0	1,0	3,0	1,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,5	6,7	12,9	-	-	1,5	6,7	12,9
EBITDA	-0,7	59,2	43,8	-54,9	-30,0	-0,7	4,3	13,8
Marge (in %)	-	n.a.	n.a.	-	-	-	41,4%	42,4%
Abschreibungen	-	0,4	1,1	-	-	-	0,4	1,1
EBIT	-0,7	58,9	42,7	-54,9	-30,0	-0,7	4,0	12,7
Marge (in %)	-	n.a.	n.a.	-	-	-	38,0%	39,0%
Finanzergebnis	-0,2	-2,1	-7,1	-	-	-0,2	-2,1	-7,1
Ergebnis vor Ertragsteuern (nach Ber.)	-0,9	56,8	35,6	-54,9	-30,0	-0,9	1,9	5,6
Rückanpassung Summe Bereinigungen	n.a.	n.a.	n.a.	54,9	30,0	-	55	30,0
Ergebnis vor Ertragsteuern (vor Ber.)	-0,9	56,8	35,6	-	-	-0,9	56,8	35,6
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-2,1	-0,9	17,0	-	-	-2,1	-0,9	17,0
Effektive Steuerrate (in %)	n.a.	-1,5%	47,9%	-	-	n.a.	-1,5%	47,9%
Jahresüberschuss	1,2	57,7	18,6	-	-	1,2	57,7	18,6
Marge (in %)	-	n.a.	56,9%	-	-	-	n.a.	56,9%

160. Die als sonstige betriebliche Erträge klassifizierten Ergebnisse aus der Veräußerung von zum Verkauf gehaltenen Immobilien und die Ergebnisse aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwerts werden zur besseren Vergleichbarkeit des operativen Geschäfts der Gesellschaften in der Historie bereinigt. Erträge aus der Veräußerung von zum Verkauf gehaltenen Immobilien fallen lediglich im Jahr 2016 i.H.v. EUR 0,8 Mio. an. Im Planungszeitraum erfolgt ebenfalls eine Bereinigung um Bewertungseffekte. Die bereinigten Erträge aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwertes betragen im Jahr 2015 EUR 54,9 Mio. und im Jahr 2016 EUR 29,2 Mio. Insgesamt ergeben sich folglich Bereinigungen auf das EBITDA von EUR -54,9 Mio. im Jahr 2015 und EUR -30,0 Mio. im Jahr 2016.

161. Beschreibung der bereinigten, historischen Ertragslage

Die Mieterlöse der WCM stiegen von EUR 0,0 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 10,4 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 32,6 Mio. im Jahr 2016. Im Dezember 2014 nahm die WCM nach Abschluss der Insolvenzverfahren ihre operative Geschäftstätigkeit wieder auf. Im Jahr 2014

wurden daher noch keine Mieterlöse erzielt, sondern es sind ausschließlich Kosten im Zusammenhang mit Wiederaufnahme der Geschäftstätigkeit angefallen. Das Wachstum der Mieterlöse vom Jahr 2015 bis zum Jahr 2016 ist durch die Erweiterung des Immobilienportfolios von EUR 17,3 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 501,5 Mio. im Jahr 2015 und auf EUR 662,1 Mio. im Jahr 2016 zu begründen.

162. Die Aufwendungen für nicht-umlagefähige Betriebskosten stiegen im Zusammenhang mit den Immobilienankäufen von EUR 0,0 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 0,6 Mio. im Jahr 2015 und EUR 0,9 Mio. im Jahr 2016. Instandhaltungsaufwendungen stiegen von EUR 0,3 Mio. im Jahr 2015 auf EUR 0,4 Mio. im Jahr 2016. Die sonstigen Betriebs- und Nebenkosten verzeichnen ebenso durch den Immobilienportfolioaufbau einen deutlichen Anstieg von EUR 0,0 Mio. im Jahr 2015 auf EUR 1,4 Mio. im Jahr 2016. Diese setzen sich aus den laufenden Kosten wie Fremdleistungen für Asset- und Property Management und Vermittlungsprovisionen zusammen. Es handelt sich somit um Aufwendungen, die unmittelbar für die Vermietung der Objekte angefallen sind.
163. Das Ergebnis aus der Vermietung stieg von EUR 9,6 Mio. im Jahr 2015 auf EUR 29,8 Mio. im Jahr 2016 an. Der Anstieg resultiert im Wesentlichen aus der Immobilienportfolioausweitung. In Bezug auf die Mieterlöse entwickelte sich das Ergebnis aus Vermietung relativ konstant und betrug im Jahr 2015 91,5% und im Jahr 2016 91,4%.
164. Der Personalaufwand stieg von EUR 0,2 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 1,5 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 4,6 Mio. im Jahr 2016 an. Der Anstieg der Personalaufwendungen vom Jahr 2014 bis zum Jahr 2016 resultiert aus der Wiederaufnahme der betrieblichen Geschäftstätigkeit. Die Anzahl der Mitarbeiter (ohne Vorstandsmitglieder) stieg von durchschnittlich 11 auf durchschnittlich 26 im Jahr 2016. Zum 30. Juni 2017 waren 28 Mitarbeiter und zwei Vorstände für die WCM tätig. In den Personalaufwendungen des Jahres 2016 waren Aufwendungen aus der Gewährung von Aktienoptionen i.H.v. EUR 0,9 Mio. enthalten.
165. Die sonstigen betrieblichen Erträge stiegen erst von EUR 1,0 Mio. auf EUR 57,9 Mio. im Jahr 2015 und sanken dann auf EUR 31,5 Mio. im Jahr 2016. Die sonstigen betrieblichen Erträge umfassen im Wesentlichen Effekte aus der Bewertung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien zum beizulegenden Zeitwert. Die Erträge aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwertes betragen EUR 54,9 Mio. im Jahr 2015 und EUR 29,2 Mio. im Jahr 2016. Zudem enthalten die sonstigen betrieblichen Erträge das Ergebnis aus der Veräußerung von Vorratsimmobilien von EUR 0,8 Mio. im Jahr 2015. Die sonstigen betrieblichen Erträge enthalten weiterhin Erträge aus Aufhebungsvereinbarungen und Erträge aus der Ausbuchung von Verbindlichkeiten sowie der Auflösung von Rückstellungen.
166. Nach Bereinigungen betrugen die sonstigen betrieblichen Erträge im Jahr 2015 EUR 3,0 Mio. und im Jahr 2016 EUR 1,5 Mio.
167. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen nahmen von EUR 1,5 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 6,7 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 12,9 Mio. zu. Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Jahr 2016 resultiert im Wesentlichen aus einer einmaligen

Wertanpassung für ein akquiriertes Immobilienportfolio i.H.v. EUR 3,1 Mio. und einer uneinbringlichen Forderung aus einer vertraglichen Schutzklausel i.H.v. EUR 0,5 Mio. sowie Transaktionskosten und Kosten für abgebrochene Immobilientransaktionen i.H.v. EUR 1,9 Mio. Weitere wesentliche Posten der sonstigen betrieblichen Aufwendungen betreffen Transaktionskosten für den Immobilienerwerb und Rechts- und Beratungskosten.

168. Das EBITDA stieg von EUR -0,7 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 59,2 Mio. im Jahr 2015 und sank daraufhin auf EUR 43,8 Mio. im Jahr 2016. Das EBITDA ist stark durch das Ergebnis der Bewertung der Immobilien beeinflusst, so dass eine Margenbetrachtung ohne Bereinigungen nur eingeschränkt aussagekräftig ist.
169. Nach Bereinigungen stieg das EBITDA von EUR 4,3 Mio. im Jahr 2015 auf EUR 13,8 Mio. im Jahr 2016. Dies entsprach einer EBITDA-Marge von 41,4% im Jahr 2015 und 42,4% im Jahr 2016. Trotz des Aufbaus des Immobilienportfolios war die EBITDA-Marge in der Vergangenheit damit relativ konstant.
170. Die Abschreibungen stiegen von EUR 0,0 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 0,4 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 1,1 Mio. im Jahr 2016. Die Abschreibungen entfallen auf die Bilanzposten Technische Anlagen und Maschinen und Andere Anlagen und Betriebs- und Geschäftsausstattung an. Dabei werden Nutzungsdauern zwischen 2 und 23 Jahren angenommen. Eine planmäßige Abschreibung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien erfolgt nach IFRS im Gegensatz zur Steuer- und Handelsbilanz nicht.
171. Das EBIT sank von EUR 58,9 Mio. im Jahr 2015 auf EUR 42,7 Mio. im Jahr 2016. Nach Bereinigungen stieg das EBIT von EUR 4,0 Mio. im Jahr 2015 auf EUR 12,7 Mio. im Jahr 2016. Im Verhältnis zu den Mieterlösen ergibt sich hieraus ein Anstieg der Marge von 38,0% auf 39,0% im Jahr 2016.
172. Das Finanzergebnis betrug im Jahr 2014 EUR -0,2 Mio., im Jahr 2015 EUR -2,1 Mio. und im Jahr 2016 EUR -7,1 Mio.
173. Im Rahmen der Rückanpassung werden die vorgenommenen Bereinigungen korrigiert, so dass das Ergebnis vor Steuern und der Jahresüberschuss jeweils den tatsächlich im Geschäftsbericht ausgewiesenen Ist-Werten entsprechen.
174. Die Steuern vom Einkommen und vom Ertrag setzen sich überwiegend aus latenten Steuern zusammen. Erträge aus Steuern betragen im Jahr 2014 EUR 2,1 Mio. und im Jahr 2015 EUR 0,9 Mio. Der Steuerertrag resultierte aus Steuereffekten aus der Erfassung von bisher nicht berücksichtigten steuerlichen Verlustvorträgen. Im Jahr 2016 betragen die Ertragsteuern, getrieben durch die latenten Steuern auf die Bewertung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien sowie eine geänderte gesellschaftsrechtliche Struktur zur Realisierung steuerlicher Verlustvorträge, EUR 17,0 Mio.
175. Der Jahresüberschuss stieg von EUR 1,2 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 57,7 Mio. im Jahr 2015 und fiel auf EUR 18,6 Mio. im Jahr 2016. Die Abnahme des Jahresüberschusses vom Jahr 2015 bis

zum Jahr 2016 ist insbesondere auf die geringeren Ergebnisbeiträge aus der Bewertung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien im Jahr 2016 zurückzuführen.

3.2.4.2. Vermögenslage

176. Im Folgenden wird die historische Vermögenslage der WCM zum 31. Dezember der Jahre 2014 bis 2016 dargestellt.⁴¹ Zur Bestimmung der für die Bewertung maßgeblichen Aufsatzbilanz zum 31. Dezember 2016 wurden nicht zahlungswirksame Auf- und Abwertungen des Immobilienportfolios, die nach dem 31. Dezember 2016 stattfinden berücksichtigt. Weiterhin wurden die zum Bewertungsstichtag bereits durchgeführten Eigenkapitalerhöhungen und geleistete Dividendenzahlungen im ersten Halbjahr 2017 für das Geschäftsjahr 2016 in der Aufsatzbilanz abgebildet.

Bilanz

Aktiva

in EUR Mio.	Historie			Bereinigungen	Historie (bereinigt)		
	2014	2015	2016	2016	2014	2015	2016
Immaterielle Vermögenswerte	-	0,1	0,2	-	-	0,1	0,2
Als Finanzinvestition geh. Immobilien	17,3	501,5	662,1	27,4	17,3	501,5	689,5
Betriebs- und Geschäftsausstattung	0,5	4,7	3,1	-	0,5	4,7	3,1
Sonstige langfristige Vermögenswerte	-	-	0,4	-	-	-	0,4
Sachanlagen	17,8	506,2	665,6	27,4	17,8	506,2	693,0
Finanzielle Vermögenswerte	0,6	3,4	7,0	-	0,6	3,4	7,0
Aktive Latente Steuern	2,4	10,9	5,5	-	2,4	10,9	5,5
Sonstiges Anlagevermögen	3,0	14,3	12,6	-	3,0	14,3	12,6
Anlagevermögen	20,8	520,6	678,3	27,4	20,8	520,6	705,7
Forderungen aus Liefer. und Leist.	0,0	0,3	0,1	-	0,0	0,3	0,1
Liquide Mittel	19,4	11,1	10,0	-2,0	19,4	11,1	8,0
Zum Verkauf gehaltene Immobilien	-	4,2	-	-	-	4,2	-
Geleistete Anzahlungen	3,1	0,1	0,4	-	3,1	0,1	0,4
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	0,6	14,6	21,4	-	0,6	14,6	21,4
Sonstiges Umlaufvermögen	3,7	18,9	21,8	-	3,7	18,9	21,8
Umlaufvermögen	23,1	30,3	31,9	-2,0	23,1	30,3	29,9
Summe Aktiva	43,9	550,9	710,3	25,4	43,9	550,9	735,7

177. Die Bilanzsumme der WCM stieg von EUR 43,9 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 550,9 Mio. im Jahr 2015 auf EUR 710,3 Mio. im Jahr 2016. Der Anstieg der Bilanzsumme resultiert im Wesentlichen aus der Steigerung des Anlagevermögens durch Immobilienankäufe. Das Anlagevermögen stieg von EUR 20,8 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 520,6 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 678,3 Mio. im Jahr 2016 und setzt sich aus immateriellen Vermögenswerten, Sachanlagen und sonstigem Anlagevermögen zusammen.

⁴¹ Im Abschnitt Vermögenslage beziehen sich die angegebenen Jahreszahlen jeweils auf den 31. Dezember des jeweiligen Jahres.

178. Der Bilanzposten immaterielle Vermögenswerte stieg von EUR 0,0 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 0,1 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 0,2 Mio. im Jahr 2016. EDV-Software stellt den wesentlichen Bestandteil der immateriellen Vermögenswerte dar.
179. Der Bilanzposten Sachanlagen stieg von EUR 17,8 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 506,2 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 665,6 Mio. im Jahr 2016. Die Sachanlagen bestehen im Wesentlichen aus den als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien. Weiterhin sind die Bilanzposten technische Anlagen und Maschinen, Betriebs- und Geschäftsausstattung und sonstige langfristige Vermögenswerte im Anlagevermögen enthalten.
180. Die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien stiegen von EUR 17,3 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 501,5 Mio. im Jahr 2015 und auf EUR 662,1 Mio. im Jahr 2016. Der Bilanzposten umfasste im Jahr 2014 eine Immobilie, die am 30. Dezember 2014 als Sacheinlage gegen Gewährung von Geschäftsanteilen in die WCM eingebracht wurde. Der Anstieg des Wertes des Immobilienportfolios im Jahr 2015 resultiert aus dem Ankauf weiterer Immobilien mit einem Volumen von ca. EUR 430 Mio.⁴², sodass das Immobilienportfolio im Jahr 2015 insgesamt 49 Immobilienobjekte umfasste. Weiterhin erhöhten Anpassungen auf den beizulegenden Zeitwert i.H.v. EUR 54,9 Mio. im Jahr 2015 den Bilanzposten. Der beizulegende Zeitwert der Immobilien wird durch die Immobiliengutachter Cushman & Wakefield LLP als externe Dienstleister halbjährlich für alle Immobilien der WCM ermittelt. Im Jahr 2016 führte die erneute Erweiterung des Immobilienportfolios auf 53 Immobilien mit einem Ankaufovolumen von ca. EUR 144 Mio.⁴³, Investitionen in den Bestand i.H.v. EUR 4,0 Mio. sowie Anpassungen auf den beizulegenden Zeitwert i.H.v. EUR 29,2 Mio. zu dem weiteren Anstieg des Werts des Immobilienportfolios. Weiterhin wurde im Jahr 2016 eine nicht strategiekonforme Immobilie in Bremerhaven aus dem Anlagevermögen zum Buchwert von EUR 16,7 Mio. verkauft.
181. Nach Bereinigungen betragen die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien EUR 689,5 Mio. im Jahr 2016. Die Bereinigungen belaufen sich auf insgesamt EUR 27,4 Mio. und umfassen geplante Aufwertungen der Planjahre 2017 und 2018, die in der Aufsatzbilanz berücksichtigt wurden. Hierdurch wird eine Berücksichtigung der nicht zahlungswirksamen Erträge aus der Aufwertung bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse vermieden.
182. Der Bilanzposten Betriebs- und Geschäftsausstattung stieg von EUR 0,5 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 4,7 Mio. im Jahr 2015 auf EUR 3,1 Mio. im Jahr 2016. Der Bilanzposten Betriebs- und Geschäftsausstattung enthält zudem technische Anlagen. Den auf Betriebs- und Geschäftskosten entfallenden Abschreibungen liegen Nutzungsdauern zwischen 2 und 23 Jahren zu Grunde. Sonstige langfristige Vermögenswerte betragen im Jahr 2016 EUR 0,4 Mio. und beinhalten im Wesentlichen Baukostenzuschüsse.
183. Der Bilanzposten finanzielle Vermögenswerte umfasst sowohl kurzfristige, als auch langfristige andere finanzielle Vermögenswerte. Die finanziellen Vermögenswerte stiegen von EUR 0,6 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 3,4 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 7,0 Mio.

⁴² Vgl. WCM Investorenpräsentation Juni 2017, S. 8.

⁴³ Vgl. WCM Investorenpräsentation Juni 2017, S. 8.

im Jahr 2016. Der Bilanzposten besteht im Wesentlichen aus Darlehen an Minderheitsgesellschaften und Abgrenzungsposten für mietfreie Zeiten.

184. Die aktiven latenten Steuern betragen im Jahr 2014 EUR 2,4 Mio., im Jahr 2015 EUR 10,9 Mio. und sanken auf EUR 5,5 Mio. im Jahr 2016.
185. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen im Jahr 2015 betragen EUR 0,3 Mio. und sanken auf EUR 0,1 Mio. im Jahr 2016. Der geringe Forderungsbestand resultiert aus der umfassenden Bonitätsprüfung von Mietern und dem aktiven Property Management.
186. Die liquiden Mittel nahmen von EUR 19,4 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 11,1 Mio. im Jahr 2015 und EUR 10,0 Mio. im Jahr 2016 ab. Die Zahlungsmittel bestanden im Wesentlichen aus frei verfügbaren Bankguthaben. Die liquiden Mittel wurden zur Bestimmung der Aufsatzbilanz um die zum Bewertungsstichtag bereits geleistete Dividendenzahlungen i.H.v. EUR 13,2 Mio. und die zum Bewertungsstichtag bereits erfolgten Kapitalerhöhungen i.H.v. EUR 11,2 Mio. angepasst.
187. Das sonstige Umlaufvermögen bestand im Jahr 2014 i.H.v. EUR 3,7 Mio. Im Jahr 2015 stieg das sonstige Umlaufvermögen auf EUR 18,9 Mio. und anschließend auf EUR 21,8 Mio. im Jahr 2016. Im sonstigen Umlaufvermögen waren zum Verkauf gehaltene Immobilien, geleistete Anzahlungen und sonstige kurzfristige Vermögenswerte enthalten. Zum Verkauf gehaltene Immobilien bestanden i.H.v. EUR 4,2 Mio. im Jahr 2015. Im Jahr 2015 wurden zwei Immobilien als zum Verkauf gehalten klassifiziert und im Laufe des nächsten Geschäftsjahres veräußert.
188. Die sonstigen Vermögenswerte bestehen im Wesentlichen aus nicht abgerechneten Betriebskosten, Notaranderkonten und Grunderwerbsteuerüberzahlungen. Die nicht abgerechneten Betriebskosten verzeichneten mit steigender Portfoliogröße einen Anstieg von EUR 2,6 Mio. im Jahr 2015 auf EUR 7,6 Mio. im Jahr 2016. Notaranderkonten enthalten Anzahlungen für Immobilienerwerbe. Zudem besteht eine Forderung i.H.v. EUR 5,2 Mio. im Jahr 2016 aus einem Rechtsstreit mit Finanzbehörden.

Bilanz

Passiva

in EUR Mio.	Historie			Bereinigungen	Historie (bereinigt)		
	2014	2015	2016	2016	2014	2015	2016
Eigenkapital	31,8	269,6	315,9	25,4	31,8	269,6	341,3
Sonstige Rückstellungen	0,3	1,8	2,8	-	0,3	1,8	2,8
Passive latente Steuern	-	4,7	14,6	-	-	4,7	14,6
Rückstellungen	0,3	6,5	17,4	-	0,3	6,5	17,4
Verb. ggü. Kreditinstituten (kurzfr.)	2,0	76,3	22,2	-	2,0	76,3	22,2
Verb. ggü. Kreditinstituten (langfr.)	6,2	187,8	339,7	-	6,2	187,8	339,7
Verzinsliche Verbindlichkeiten	8,2	264,1	361,9	-	8,2	264,1	361,9
Verbindlichkeiten aus Liefer. und Leist.	3,5	6,1	5,9	-	3,5	6,1	5,9
Sonstige Verbindlichkeiten	0,1	4,7	9,2	-	0,1	4,7	9,2
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	3,6	10,7	15,1	-	3,6	10,7	15,1
Summe Passiva	43,9	550,9	710,3	25,4	43,9	550,9	735,7

189. Das Eigenkapital stieg von EUR 31,8 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 269,6 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 315,9 Mio. im Jahr 2016. Der kontinuierliche Anstieg stammt aus Kapitalerhöhungen sowie positiven Konzernjahresergebnissen. Das gezeichnete Kapital, welches in Aktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie eingeteilt ist, stieg durch Kapitalerhöhungen von EUR 33,8 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 120,8 Mio. im Jahr 2015 und auf EUR 132,0 Mio. im Jahr 2016 an. Die Kapitalrücklage erhöhte sich im Zuge dessen von EUR 13,8 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 76,4 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 93,6 Mio. im Jahr 2016. Das Eigenkapital enthält zudem nicht beherrschende Anteile, welche im Jahr 2016 EUR 12,0 Mio. betragen.⁴⁴ Die Eigenkapitalquote sank von 48,9% im Jahr 2015 auf 44,4% im Jahr 2016.
190. Zur Ermittlung der Aufsatzbilanz wurden im Eigenkapital Anpassungen im Zusammenhang mit der Berücksichtigung von nicht zahlungswirksamen Aufwertungen der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien im Planungszeitraum i.H.v. EUR 27,4 Mio. durchgeführt. Weiterhin wurde aus bewertungstechnischen Gründen das Eigenkapital um zum Bewertungsstichtag bereits geleistete Dividendenzahlungen und i.H.v. EUR 13,2 Mio. verringert und um Kapitalerhöhungen i.H.v. EUR 11,2 Mio. erhöht. Diese enthalten, die im ersten Halbjahr 2017 gewandelte Pflichtwandelanleihe abzgl. Entnahmen für Transaktionskosten i.H.v. EUR 5,9 Mio. Weiterhin wurde die Wandlung von Aktienoptionen des Vorstands im Jahr 2017 im Zuge der Übernahme durch die TLG berücksichtigt. Die Ausübung der Optionen erhöht das Eigenkapital um EUR 5,2 Mio. In Summe ergibt sich eine Anpassung des Eigenkapitals des Jahres 2016 von EUR 25,4 Mio. Somit ergibt sich ein Eigenkapital i.H.v. EUR 341,3 Mio. in der Aufsatzbilanz. Das gezeichnete Kapital beträgt nach Berücksichtigung dieser Kapitalmaßnahmen EUR 136,8 Mio., was einer Aktienanzahl von 136.802.552 entspricht.
191. Die Rückstellungen bestehen aus sonstigen Rückstellungen und passiven latenten Steuern. Sonstige Rückstellungen umfassen im Wesentlichen Steuerrückstellungen, Rückstellungen für Personalkosten und Rückstellungen für Abschluss- und Prüfungskosten. Passive latente Steuern stiegen von EUR 4,7 Mio. im Jahr 2015 auf EUR 14,6 Mio. im Jahr 2016. Sie resultieren aus den Veränderungen des beizulegenden Zeitwerts der Immobilien, die in der Steuerbilanz nicht in gleicher Weise abzubilden sind und der erstmaligen Bildung von latenten Steuern aufgrund von Immobilienzukäufen.
192. Die verzinslichen Verbindlichkeiten betrugen im Jahr 2014 in Summe EUR 8,2 Mio. Im Folgejahr stiegen die Verbindlichkeiten zur Finanzierung der Immobilienakquisitionen auf EUR 264,1 Mio. und anschließend auf EUR 361,9 Mio. im Jahr 2016. Im Jahr 2016 umfassen die verzinslichen Verbindlichkeiten kurzfristige Verbindlichkeiten i.H.v. EUR 22,2 Mio. und langfristige Verbindlichkeiten i.H.v. EUR 339,7 Mio.
193. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten stiegen von EUR 3,6 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 10,7 Mio. auf EUR 15,1 Mio. im Jahr 2016. Sie enthielten Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und sonstige Verbindlichkeiten. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen bauten

⁴⁴ Zur detaillierten Betrachtung der nicht beherrschenden Anteile wird auf Kapitel 6.6.1.1. (Tz. 588 ff) verwiesen.

sich im Wesentlichen im Zuge von Immobilienakquisitionen auf. Die sonstigen Verbindlichkeiten umfassen im Wesentlichen Betriebskostenvorauszahlungen, welche mit gesteigener Portfoliogröße von EUR 2,6 Mio. im Jahr 2015 auf EUR 7,5 Mio. angestiegen sind.

3.2.5. SWOT-Analyse

194. Im Folgenden wird auch für die WCM eine Positionsbestimmung anhand der SWOT-Analyse vorgenommen.

Unternehmens- und Ressourcenanalyse

3.2.5.1. Stärken

195. Zu den wesentlichen Stärken der WCM zählen:

- Der Immobilienbestand der WCM weist aufgrund des aktiven Vermietungsmanagements niedrige Leerstände auf.
- Viele Mietverträge der WCM haben eine vergleichsweise lange Restlaufzeit. Die gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WALT) beträgt 7,8 Jahre.
- Die langlaufenden Mietverträge verfügen über weitestgehend feste Mietkonditionen und bieten in Verbindung mit langfristigen Darlehensverträgen einen hohen Grad an Planungssicherheit.
- Ein hoher WALT und eine niedrige EPRA Leerstandquote führen zu einer hohen Unabhängigkeit von wirtschaftlichen Entwicklungen.
- Eine sorgfältige Bonitätsprüfung zu Beginn eines Mietverhältnisses verringert die Gefahr von Mietausfällen.
- Die WCM verfügt über ein steuerliches Einlagenkonto, welches die steuerfreie Ausschüttung von Dividenden ermöglicht.
- Die Gesamtmietfläche ist auf viele Mieter verteilt, so dass das Ausfallrisiko durch Diversifikation vermindert wird.
- Die WCM verfügt über hohe steuerliche Verlustvorträge und kann diese bei positiven Jahresergebnissen steuermindernd geltend machen.
- Durch das erfahrene Vorstands- und Managementteam verfügt die WCM über ein breites Netzwerk für den Ankauf von attraktiven Immobilien.
- Durch die Konzentration auf Büro- und Einzelhandelsimmobilien besitzt die WCM eine hohe Expertise in diesen Marktsegmenten.

- Die Mieterzusammensetzung der WCM zeichnet sich durch eine hohe Qualität in Bezug auf die Bonität der Mieter aus.
- Das Immobilienportfolio der WCM setzt sich überwiegend aus „Core“-Immobilien oder „Core plus“-Immobilien zusammen.

3.2.5.2. Schwächen

196. Zu den wesentlichen Schwächen der WCM zählen:

- Durch langfristige Mietverträge können Mieten bei einem allgemeinen Konjunkturaufschwung nur schwer nach oben angepasst werden.
- Aufgrund langlaufender Mietverträge und den darin enthaltenen Konditionen ist eine vollständige Überwälzung der Inflation auf die Mieter nicht möglich.
- In Abhängigkeit vom Leerstand der Immobilien sind bestimmte Betriebskosten nicht vollständig umlagefähig.
- In Bezug auf die Wachstumsperspektiven besteht eine hohe Abhängigkeit von der Verfügbarkeit geeigneter Immobilien mit attraktiven Renditechancen.
- Die WCM verfügt aktuell über eine vergleichsweise hohe Fremdfinanzierungsquote (im Folgenden „Net Loan-to-Value-Quote“ oder „Net LTV-Quote“) und damit einhergehend in Kombination mit einer unterdurchschnittlichen Portfoliogröße über eingeschränkte Möglichkeiten bei der Finanzierung, insbesondere über den Kapitalmarkt.
- Auf der Finanzierungsseite besteht eine hohe Abhängigkeit vom aktuellen Niedrigzinsniveau.
- Die geografische Konzentration des Gewerbeimmobilienportfolios der WCM in Deutschland macht das Unternehmen anfällig gegenüber lokaler negativer Trends sowie politischen Entscheidungen.
- Der Fokus auf Büro- und Einzelhandelsimmobilien schränkt die Auswahl an möglichen Akquisitionsobjekten ein.
- Die Ankaufsaktivitäten sind mit vergleichsweise hohen Rechts- und Beratungskosten verbunden ohne Gewissheit einer erfolgreichen Durchführung der geplanten Transaktionen.
- Die Fair Value-Bilanzierung der Immobilien kann beispielsweise bei einem Zinsanstieg negative Wertanpassungen nach sich ziehen.
- Bei den Immobilien bestehen teilweise hohe Abhängigkeiten von einzelnen Mietern, wie z.B. EDEKA und REWE im Einzelhandelssegment.
- Es können Reputationsschäden aus laufenden Rechtsstreitigkeiten entstehen.

Markt- und Wettbewerbsanalyse

3.2.5.3. Gelegenheiten

197. Markt- und wettbewerbsseitig ergeben sich für die WCM folgende wesentliche Gelegenheiten:

- Ein überdurchschnittliches Wachstum des BIP, im Vergleich zum Rest der EU sowie eine fundamental gesunde Wirtschaftslage in Deutschland könnten sich auch in Zukunft positiv auf die Nachfrage nach Gewerbeimmobilien auswirken.
- Vor dem Hintergrund des zunächst weiterhin andauernden Niedrigzinsumfelds stellen Immobilien weiterhin eine attraktive Anlagenklasse dar.
- Die steigende Nachfrage nach attraktiven Investmentmöglichkeiten eröffnet Gelegenheiten für den opportunistischen Verkauf von Objekten.
- Deutsche Städte wie z.B. Frankfurt am Main könnten im Zuge des Brexits davon profitieren, dass Unternehmen Standortverlagerungen aus Großbritannien in andere europäische Länder durchführen, um den Zugang zum europäischen Binnenmarkt aufrecht zu erhalten.
- Die Schwerpunktregionen der WCM zeigen eine gute ökonomische Verfassung und dürften, besonders bedingt durch den Trend zu größeren Bevölkerungszahlen in Ballungsräumen, auch in Zukunft weiter profitieren.

3.2.5.4. Gefahren

198. Markt- und wettbewerbsseitig ist die WCM folgenden wesentlichen Gefahren ausgesetzt:

- Da die Gewerbeimmobilienmärkte vergleichsweise anfällig für Schwankungen der Gesamtwirtschaft sind, haben makroökonomische Trends sowie politische Entwicklungen und Änderungen der regulatorischen Rahmenbedingungen Einfluss auf den Vermietungsstand sowie die Entwicklung der Mietpreise.
- Die Nachfrage nach Büro- und Einzelhandelsimmobilien könnte durch sozioökonomische Trends, wie eine Zunahme von Home-Office Arbeitsplätzen, eine fortlaufende Verlagerung des Lebensmitteleinzelhandels auf Online-Lieferdienste negativ beeinflusst werden. Außerdem bestehen Gefahren aus der aktuell stagnierenden Bevölkerungszahl in Deutschland bei einer gleichzeitig älter werdenden Bevölkerung.
- Unvorhergesehene Steigerungen der Investitions-, Instandhaltungs- und Betriebskosten könnten das Ergebnis der WCM beeinträchtigen.
- Eine Beendigung der expansiven Geldpolitik und damit einhergehende steigende Zinssätze würden zu einer Erhöhung des Diskontierungzinssatzes und damit zu einer geringeren Immobilienbewertung führen. Dies könnte wiederum die Möglichkeiten und Konditionen von Fremdkapitalaufnahmen verschlechtern.

- Aufgrund der vergleichsweise hohen Verschuldung der WCM könnten notwendige Kapitalerhöhungen zur Akquisitionsfinanzierung nicht am Kapitalmarkt platziert werden und die Neuaufnahme von Fremdkapital eingeschränkt sein.
- Langfristig steigende Fremdkapitalkosten könnten die Renditechancen der Immobilien reduzieren und die M&A-Aktivität im Immobiliensektor bremsen.
- Eine verstärkte Nachfrage von Investoren nach Gewerbeimmobilien in Deutschland würde den Wettbewerbsdruck auf die WCM erhöhen.
- Ein zunehmender Wettbewerb auf dem Gewerbeimmobilienmarkt in Deutschland könnte zu einem Überangebot vermietbarer Immobilien und damit einhergehendem wachsenden Wettbewerb um Mieter und sinkenden Mieten führen.
- Die Geschäftsentwicklung der WCM ist der Gefahr sich verändernder steuerlicher Rahmenbedingungen in Deutschland ausgesetzt. Zudem besteht das Risiko des Untergangs der steuerlichen Verlustvorträge.
- Die Rahmenbedingungen für die Finanzierung von neuen Immobilien oder für die Refinanzierung von Bestandsobjekten könnten sich durch externe Einflüsse verschlechtern oder es könnten Kreditverpflichtungen („Covenants“) verletzt werden.
- Wichtige Mieter der WCM könnten durch eine Insolvenz ausfallen.
- Durch einen intensiven Wettbewerb um qualifizierte Mitarbeiter im Gewerbeimmobiliensektor gibt es keine Gewissheit, dass es der WCM auch in Zukunft gelingen wird, geeignetes Personal zu finden.
- Die Mieten im Lebensmitteleinzelhandel in Westdeutschland stagnieren in den letzten Jahren, wohingegen in Ostdeutschland ein Mietwachstum in diesem Bereich von knapp 11% zu verzeichnen ist.

3.2.5.5. Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil

199. Für die WCM ergeben sich durch die Kombination von unternehmensinternen Stärken und marktseitigen Gelegenheiten folgende wesentliche Chancen zum Bewertungsstichtag:

- Die Expertise durch den Fokus auf Büro- und Einzelhandels- sowie das Akquise-Netzwerk könnte es der WCM ermöglichen, die Wachstumspotenziale auf den deutschen Gewerbeimmobilienmärkten abzuschöpfen.
- Aufgrund der Höhe der steuerlichen Verlustvorträge könnte mögliches Wachstum ohne signifikante Erhöhung der Steuerquote durchgeführt werden.

200. Für die WCM bestehen andererseits Risiken, die sich aus der Kombination der Schwächen mit marktseitigen Gefahren ergeben. Die wesentlichen Risiken sind:

- Die WCM ist für die Umsetzung ihrer Wachstumsstrategie, besonders in Westdeutschland, auf Akquisitionen angewiesen. Um diese durchführen zu können ist es essentiell, dass attraktive Immobilien zum Verkauf stehen und sich die WCM im Wettbewerb gegen andere potentielle Käufer durchsetzen kann.
- Die geplante Reduzierung des Verschuldungsgrads führt zu geringeren liquiden Mitteln, die für Dividendenausschüttungen zur Verfügung stehen. Da aufgrund des hohen Transaktionsvolumens von Gewerbeimmobilien nicht von einer Zunahme der Renditen durch Objektankäufe auszugehen ist, ist die zukünftige Möglichkeit der Eigenkapitalaufnahme und damit der Akquisitionsfinanzierung der WCM begrenzt.
- Die WCM steht in den beiden Kernsegmenten Büro und Einzelhandel einem harten Wettbewerb gegenüber. Durch die Verstärkung von Trends, wie Home-Office und Online-Liefersdiensten, könnte sich der Wettbewerb in diesen Geschäftsbereichen der WCM noch weiter verstärken und zu einer höheren Leerstandquote sowie zu geringeren Mieteinnahmen führen.
- Sich verschlechternde Finanzierungsbedingungen oder ein Anstieg des Marktzinsniveaus könnte sich negativ auf die WCM auswirken, da das Unternehmen neue Objekte meist mit einem signifikanten Fremdkapitalanteil finanziert.
- Durch den hohen Wertanteil mancher Immobilien am Portfolio sowie durch die begrenzte Anzahl an Hauptmietern könnten der Verlust wichtiger Mieter erhebliche negative Auswirkungen auf das Gesamtportfolio haben.
- Die Beendigung der expansiven Geldpolitik durch die EZB würde den Wert des Immobilienportfolios durch einen höheren Diskontierungssatz beeinträchtigen. Darüber hinaus könnte ein Anstieg der allgemeinen Zinssätze das Wirtschaftswachstum bremsen und dadurch die Nachfrage nach Gewerbeimmobilien schwächen. Durch den Fokus der WCM auf diesen Sektor könnte dies zu Umsatzeinbußen führen.

201. Das Chancen-Risiko-Profil der WCM dient im Weiteren zur Beurteilung der Plausibilität der Planung und der Auswahl der Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group).

3.3. Vergleichbare Unternehmen (Peer Group)

202. Zur Analyse und Plausibilisierung der Ertragskraft sowie zur Einschätzung des Risikos der zu erwartenden Zahlungen der zu bewertenden Gesellschaften werden regelmäßig Informationen über Vergleichsunternehmen (die sog. Peer Group) herangezogen. Die Peer Group ist essentieller Bestandteil einer Unternehmensbewertung, da sie zum Branchenvergleich der Planungsrechnung (sog. Benchmarking), für die marktorientierte Bewertung (u.a. Multiplikator-Methode) und die Ableitung von Kapitalkosten (u.a. Betafaktor) benötigt wird.

3.3.1. Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group

203. Zur Auswahl der Peer Group bieten sich grundsätzlich Unternehmen der gleichen Branche bzw. mit einer vergleichbaren Produkt- und Marktstruktur an. Eine absolute Deckungsgleichheit der nach diesen Kriterien erhobenen Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Zahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens aus einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell resultieren. Für die marktorientierte Bewertung (u.a. Multiplikator-Methode) und die Ableitung von Kapitalkosten (u.a. Betafaktor) werden allerdings Kapitalmarktdaten benötigt. Aus diesem Grund und angesichts der zumeist eingeschränkten (öffentlichen) Verfügbarkeit von Informationen und relevanten Daten zu nicht börsennotierten Unternehmen werden in der Praxis vornehmlich am Kapitalmarkt gelistete Gesellschaften in der Peer Group berücksichtigt.

204. Vor diesem Hintergrund wurden für die Auswahl der Peer Group börsennotierte Unternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell und Leistungsspektrum analysiert. Ausgehend von einer breiten Grundgesamtheit von Unternehmen, die im Wesentlichen der Gewerbeimmobilienbranche zuzuordnen sind, wurden auf Basis qualitativer Faktoren eine Vielzahl an nationalen und internationalen Unternehmen, die zu Vergleichszwecken in Frage kommen, identifiziert.

205. Die Auswahl der letztendlich heranziehbaren Vergleichsunternehmen erfolgt anhand eines sog. Scoring-Modells, auf Basis dessen die Vergleichbarkeit der Peer Group-Unternehmen mit den Bewertungsobjekten beurteilt wird. Im Rahmen des Scoring-Modells wurden die relevanten Unternehmen nach qualitativen und quantitativen Kriterien analysiert und mit TLG und WCM verglichen.

206. Mit dem qualitativen Kriterium „operative Vergleichbarkeit“ wurde geprüft, ob die Vergleichsunternehmen aus derselben oder einer ähnlichen Branche stammen bzw. ein ähnliches Geschäftsmodell aufweisen. Dies soll sicherstellen, dass die Unternehmen ähnlichen operativen Einflüssen und Trends unterliegen. Maßgeblich für dieses Kriterium war bei der Peer Group-Analyse, dass die Vergleichsunternehmen eine möglichst vergleichbare Aufteilung des Portfolios auf die verschiedenen Immobilien-Klassen haben.

207. Das zweite Kriterium „regionale Vergleichbarkeit“ stellt den geographischen Bezug zum Bewertungsobjekt sicher. Unternehmen in verschiedenen Märkten können unterschiedlichen politi-

schen, wirtschaftlichen und kulturellen Einflüssen unterliegen und deshalb ggf. nicht direkt miteinander verglichen werden. In Bezug auf die regionale Vergleichbarkeit wurde zunächst der Fokus auf Deutschland gelegt. Da in Deutschland eine ausreichende Anzahl an vergleichbaren Unternehmen identifiziert werden konnte, haben wir die Unternehmen aus Österreich und der Schweiz, die im ersten Schritt noch in die Analyse einbezogen wurden, eliminiert. Die qualitativen Kriterien operative und regionale Vergleichbarkeit werden anhand einer 5-stufigen Skala in der Bandbreite von „Keine“ bis „Sehr hoch“ gemessen.

208. Die gewählten quantitativen Kriterien Größe (Umsatzerlöse), Profitabilität (erwartete EBITDA-Marge) und Wachstumsaussichten (erwartetes Umsatzwachstum, CAGR) sind fundamental-analytisch begründet und erhöhen empirisch die Güte von rein qualitativen Selektionskriterien.
209. Alle oben aufgeführten Kriterien, sowohl qualitativ als auch quantitativ, fließen gleichwertig in die Scoring-Analyse ein, so dass sechs Unternehmen identifiziert wurden, die eine ausreichende Vergleichbarkeit zu TLG bzw. WCM aufweisen. Die Analyse der Vergleichsunternehmen führt schließlich zu folgenden Peer Group:

Peer Group-Auswahl Vergleichsunternehmen	Land	Operative Vergleichbarkeit	Regionale Vergleichbarkeit		Umsatz LTM	Ø EBIT-Marge 2017-2019	Allgemeine Vergleichbarkeit	
			TLG	WCM			TLG	WCM
Hamborner REIT AG	Deutschland	Sehr hoch	Mittel	Hoch	78	47,5%	●	●
DIC Asset AG	Deutschland	Hoch	Mittel	Hoch	156	61,4%	●	●
VIB Vermögen AG	Deutschland	Mittel	Mittel	Mittel	82	82,4%	●	●
DEMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG	Deutschland	Gering	Hoch	Hoch	125	69,9%	●	●
alstria office REIT-AG	Deutschland	Mittel	Mittel	Mittel	222	86,4%	●	●
Deutsche Euroshop AG	Deutschland	Mittel	Mittel	Mittel	240	86,9%	●	●
TLG					144	76,1%		
WCM					33	58,6%		

3.3.2. Peer Group-Übersicht

210. Die in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen, insbesondere deren Geschäftstätigkeiten, lassen sich im Einzelnen wie folgt knapp zusammenfassen. Die Angaben zum verwalteten Immobilienvermögen beziehen sich dabei jeweils auf den Bruttowert vor Abzug eventueller Verbindlichkeiten:
211. **DIC Asset AG**

Die DIC Asset AG mit Sitz in Frankfurt am Main ist eine Immobilien-Investmentgesellschaft, die sich auf Gewerbeimmobilien und insbesondere Büroimmobilien spezialisiert hat. Das Immobilienvermögen umfasst 200 Objekte in Deutschland mit einem Gesamtwert von rd. EUR 3,6 Mrd. und einer Fläche von 1,7 Mio. m². Das Portfolio ist dabei in zwei Geschäftsbereiche aufgeteilt. Das „Commercial Portfolio“ enthält langfristige Mietverträge und generiert stetige Mieterträge, das Segment „Co-Investments“ schließt Fondsbeteiligungen, Beteiligungen an Projektentwicklung sowie Joint-Venture-Investments ein.

212. **Hamborner REIT AG**

Die Hamborner REIT AG ist ein Immobilienunternehmen, das insbesondere Gewerbeimmobilien des Einzelhandels sowie Büroräume und Arztpraxen in Deutschland entwickelt, verwaltet und vermietet. Zum Ende des Jahres 2016 beinhaltete das Portfolio des Unternehmens 69 Bestandsimmobilien mit einem Gesamtwert von ca. EUR 1,1 Mrd. und einer Fläche von knapp 0,5 Mio. m². Die Hamborner REIT AG ist eine ehemalige Tochtergesellschaft der HSH Real Estate AG und hat ihren Sitz in Duisburg, Nordrhein-Westfalen.

213. **alstria office REIT-AG**

Die alstria office REIT-AG konzentriert sich auf die Akquisition sowie das Halten und Vermieten von Büroimmobilien in Deutschland. Durch langfristige Mietverträge sollen hierbei nachhaltige, stabile Cashflows generiert werden. Der Immobilienbestand des Unternehmens umfasst 108 Gebäude im Wert von EUR 3,0 Mrd. und einer Gesamtfläche von ca. 1,5 Mio. m² zum 31. Dezember 2016. Der Sitz des Unternehmens befindet sich in Hamburg.

214. **Deutsche Euroshop AG**

Die in Hamburg ansässige Deutsche Euroshop AG ist ein Immobilienkonzern, der sich auf Investments in Shoppingcenter an Primärstandorten konzentriert. Als Kriterien gelten dabei eine minimale Fläche von 15.000 m², von denen nicht mehr als 15% Büroimmobilien sein oder nicht-kommerziell genutzt werden dürfen. Das Unternehmen investiert europaweit, wobei der Fokus verstärkt auf dem deutschen Markt liegt. Das Portfolio der Deutsche Euroshop AG besitzt einen Gesamtwert von rd. EUR 3,5 Mrd. und umfasst derzeit 21 Shoppingcenter.

215. **VIB Vermögen AG**

Die in Neuburg a. d. Donau, Bayern, ansässige VIB Vermögen AG ist eine mittelständische Immobilienholding deren Geschäftstätigkeit das Entwickeln, Erwerben und Verwalten gewerblicher Immobilien im süddeutschen Raum umfasst. Dabei verfolgt das Unternehmen eine „Develop-or-Buy-and-Hold“-Strategie mit dem Ziel nachhaltige Mieteinnahmen zu generieren. Das Portfolio der VIB umfasst zum 31. Dezember 2016 104 Gewerbeimmobilien aus den Bereichen Logistik, Industrie, Shopping- und Fachmarktzentren sowie Gewerbe- und Dienstleistungszentren mit einer Gesamtfläche von über 1 Mio. m².

216. **DEMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG**

Die DEMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG aus Langen, Hessen, hat sich auf die Akquisition, das Management sowie die Vermietung von Gewerbeimmobilien in mittelgroßen Städten und am Rand von Ballungsgebieten in ganz Deutschland spezialisiert. Hierbei liegt der Fokus des Portfolios auf Büro-, Einzelhandels- und Logistikobjekten. Zum 31. März 2017 verfügte das Unternehmen über einen Immobilienbestand von EUR 994 Mio. bei einer Vermietungsfläche von rund 1,0 Mio. m². Bis zum Juni 2013 war das Unternehmen unter dem Namen MAGNAT Real Estate AG bekannt.

4. ALLGEMEINE BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE

217. Auftragsgemäß wurde die Ermittlung der Unternehmenswerte der TLG und der WCM unter Berücksichtigung der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswerts gemäß IDW S 1 vorgenommen. Nach einer Einführung in die rechtlichen Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung und des Ausgleichs werden im Folgenden die zur Ermittlung der angemessenen Abfindung und des Ausgleichs angewandten Grundsätze des objektivierten Unternehmenswerts dargestellt. Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert, haben ihren Niederschlag in der Literatur und werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt.

4.1. Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG

218. Ein Beherrschungsvertrag muss gemäß § 305 Abs. 1 AktG die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten auf Verlangen des außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Da die TLG eine nicht abhängige und nicht in Mehrheitsbesitz stehende Aktiengesellschaft mit Sitz in einem Mitgliedsstaat der Europäischen Union ist, kann gemäß § 305 Abs. 2 Nr. 1 AktG für den beabsichtigten Beherrschungsvertrag zwischen der TLG und der WCM die Abfindung in Form von Aktien der TLG gewährt werden.

219. Werden als Abfindung Aktien einer anderen Gesellschaft gewährt, so ist die Abfindung gemäß § 305 Abs. 3 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. Die angemessene Abfindung muss dabei die Verhältnisse der beherrschten Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen. Maßgeblich für die Angemessenheit der Abfindung ist damit bei Gewährung von Aktien der herrschenden Gesellschaft die Angemessenheit des (Austausch-) Verhältnisses zu dem die Aktien der beherrschten Gesellschaft gegen Aktien der herrschenden Gesellschaft getauscht werden. Dies setzt jeweils die Ermittlung eines angemessenen Unternehmenswerts der herrschenden und der beherrschten Gesellschaft zum Zeitpunkt der über den Beherrschungsvertrag abzustimmenden Hauptversammlung voraus.

220. Neben diesen normativen Vorgaben des Aktiengesetzes haben sich in der Rechtsprechung und der Praxis der Unternehmensbewertung Grundsätze in Bezug auf die Ermittlung einer angemessenen Abfindung etabliert. Als eine mögliche Vorgehensweise zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung bzw. eines angemessenen Unternehmenswerts akzeptieren die Gerichte die Grundsätze zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1.

4.2. Anforderungen an die Festlegung des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG

221. Neben der Verpflichtung zum Erwerb der Anteile der beherrschten Gesellschaft muss ein Beherrschungsvertrag gemäß § 304 Abs. 1 AktG einen angemessenen Ausgleich enthalten. Zum Zeitpunkt des Abschlusses des Beherrschungsvertrags können die Aktionäre der beherrschten Gesellschaft zwischen der angemessenen Abfindung und dem angemessenen Ausgleich wählen. Im Gegensatz zur Abfindung übertragen die Aktionäre bei Wahl des Ausgleichs ihre Aktien an der beherrschten Gesellschaft nicht, sondern bleiben weiterhin an der Gesellschaft beteiligt.
222. Der angemessene Ausgleich stellt einen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch eine auf ihre Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) dar. Ein Beherrschungsvertrag muss, 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 bestimmten Höhe zu garantieren.⁴⁵
223. Als Ausgleichszahlung ist 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.⁴⁶ Da bei der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts auf finanzielle Überschüsse im Sinne der an die Eigenkapitalgeber ausschüttungsfähigen liquiden Mittel abgestellt wird, ergibt sich hieraus, dass die Ermittlung des angemessenen Ausgleichs als Annuität anhand der ermittelten Abfindung bzw. des ihr zugrundeliegenden objektivierte Unternehmenswertes vorgenommen wird.

4.3. Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1

224. Der Unternehmenswert wird durch das Zusammenwirken aller im Unternehmen vorhandenen Werte bestimmt. Das Bewertungsobjekt muss nicht mit der rechtlichen Abgrenzung des Unternehmens identisch sein; zugrunde zu legen ist vielmehr das auftragsgemäße, oft nach wirtschaftlichen Kriterien definierte Bewertungsobjekt.
225. Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln. Bei der Bewertung ist daher nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können. Darüber hinaus sind nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder bereits hinreichend konkretisiert waren (sog. Wurzeltheorie).
226. Der Wert eines Unternehmens nach IDW S 1 ist anlassbezogen zu ermitteln. Er bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der Nettozuflüsse

⁴⁵ Vgl. §304 Abs. 1 Satz 2 AktG.

⁴⁶ Vgl. §304 Abs. 2 Satz 1 AktG.

an die Unternehmenseigner. Zur Ableitung des Barwerts der Nettozuflüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentiert. Demnach wird der objektivierte Wert des Unternehmens allein aus seiner Ertragskraft, d.h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet.

227. Der Unternehmenswert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und der Veräußerung etwaiger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte erwirtschaftet werden (sog. Zukunftserfolgswert). Hierzu werden nach Theorie und Praxis die Ertragswertmethode und Varianten der Discounted Cashflow-Methode (im Folgenden auch „DCF-Methode“) verwendet. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (sog. Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht.
228. Der Zukunftserfolgswert hängt in erster Linie von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die als Nettoeinnahmen in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip). Dabei ist bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts die Kapitalstruktur anhand des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts abzuleiten.
229. Der Wert des Eigenkapitals lässt sich direkt durch die Nettokapitalisierung anhand des sog. Ertragswertverfahrens bzw. des Cashflow-to-Equity-Ansatzes als eine Variante der Discounted Cashflow-Methode oder indirekt durch Bruttokapitalisierung nach dem Konzept der gewogenen Kapitalkosten (sog. Weighted Average Cost of Capital-Ansatz, im Folgenden „WACC-Ansatz“), dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz ermitteln. Während bei der direkten Ermittlung die um die Fremdkapitalkosten verminderten (gesamten) finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden, bezieht sich die Diskontierung im Rahmen der indirekten Ermittlung auf die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit und einer anschließenden Minderung des so ermittelten Unternehmensgesamtwerts (Enterprise Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten.
230. Bei unternehmerischen Initiativen, bei denen die Bewertung als objektivierte Informationsgrundlage dient, kann grundsätzlich von einer mittelbaren Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Eigentümer ausgegangen werden. Hierbei wird die Annahme getroffen, dass die Nettozuflüsse aus dem Bewertungsobjekt und aus der Alternativinvestition in ein Aktienportfolio auf der Anteilseignerebene einer vergleichbaren persönlichen Besteuerung unterliegen. Im Bewertungskalkül wird dann auf eine explizite Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse und des Kapitalisierungszinssatzes verzichtet.
231. Da gemäß IDW S 1 jedoch bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen regelmäßig auf die Wertrelevanz persönlicher

Steuern verwiesen wird, wird in dieser Gutachtlichen Stellungnahme die Ermittlung der objektiven Unternehmenswerte nach dem Ertragswertverfahren des IDW S 1 unter der Annahme der unmittelbaren Typisierung, d.h. mit typisierter Berücksichtigung persönlicher Einkommenssteuern, vorgenommen.

232. Bei börsennotierten Gesellschaften kann für Bewertungszwecke grundsätzlich auf den Börsenkurs abgestellt werden. Der Preis für Unternehmensanteile bildet sich auf freien Kapitalmärkten aus Angebot und Nachfrage. Er wird wesentlich von der Nutzenschätzung (Grenznutzen) der jeweiligen Käufer und Verkäufer bestimmt. Je nach dem mengenmäßigen Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage sowie den Einflussmöglichkeiten der Unternehmenseigner auf die Unternehmenspolitik (z.B. Alleineigentum, qualifizierte oder einfache Mehrheit, Sperrminorität oder Streubesitz) können festgestellte Börsenkurse mehr oder weniger stark vom Wert des gesamten Unternehmens bzw. dem quotalen Anteil am Unternehmensgesamtwert abweichen, sodass dieser Stichtagskurs als Ausgangspunkt für die direkte Ableitung des Unternehmenswerts ungeeignet sein kann.
233. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können – sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind – gemäß IDW S 1 zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen⁴⁷.
234. Jedoch können Argumente gegen eine direkt oder indirekt aus Börsenkursen abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da diese von zahlreichen Sonderfaktoren, wie zum Beispiel von der Größe und Enge des Markts, von zufallsbedingten Umsatzerlösen, besonderen Marktsituationen und von spekulativen Marktbewegungen beeinflusst sein können. Zudem kann eine Verwendung von Börsenkursen als Grundlage des Werts des Eigenkapitals eine Fundamentalbewertung nicht ersetzen, sofern diese Bewertung eine bessere und breitere Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt, wie z.B. die verabschiedete Unternehmensplanung, verwendet.
235. Gemäß höchstrichterlicher Rechtsprechung (Stollwerck⁴⁸ und DAT/ALTANA⁴⁹) bildet der Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen die Untergrenze der angebotenen Abfindung bzw. des Ausgleichs. Dabei ist auf den nach Handelsvolumen gewichteten Dreimonatsdurchschnittsbörsenkurs (sog. „VWAP“ oder „Dreimonatsdurchschnittskurs“) zum Zeitpunkt der Ankündigung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme abzustellen. Insofern muss der Wert des Eigenkapitals der TLG und der WCM mindestens dem sich aus dem Dreimonatsbörsenkurs ergebenden Wert des Eigenkapitals entsprechen.

⁴⁷ Vgl. IDW S 1, Tz. 13.

⁴⁸ Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 (Stollwerck-Entscheidung).

⁴⁹ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 (DAT/Altana).

4.4. Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

236. Gemäß IDW S 1 stellt der objektivierte Unternehmenswert einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstiger Einflussfaktoren.⁵⁰ Somit beruht die Bewertung eines Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft und beinhaltet die Erfolgchancen, die sich zum Bewertungsstichtag aus bereits eingeleiteten oder hinreichend konkretisierten Maßnahmen im Rahmen des bisherigen Unternehmenskonzepts ergeben. Mögliche, aber noch nicht hinreichend konkretisierte Maßnahmen sowie daraus vermutlich resultierende finanzielle Überschüsse sind danach bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte unbeachtlich.⁵¹ Ferner ist die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse durch den Bewertungsgutachter auf Ihre Plausibilität hin zu beurteilen.⁵² Die künftigen finanziellen Überschüsse müssen aus einer konsistenten und integrierten Unternehmensplanung (Financial Model), bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanzplanung und Kapitalfluss- bzw. Cash-flow-Rechnung, abgeleitet werden.⁵³

237. Ergänzend ist im IDW Praxishinweis 2/2017⁵⁴ konkretisiert, welche Maßstäbe im Rahmen der Plausibilisierung der Unternehmensplanung angelegt werden sollten. Die Plausibilisierung der Planungsrechnung sollte in den folgenden drei Bereichen erfolgen:

- Rechnerische und formelle Plausibilität
- Interne Plausibilität
- Externe Plausibilität

238. Den ersten Schritt stellt i.d.R. die rechnerische und formelle Überprüfung der Unternehmensplanung dar. Dabei werden die Fehlerfreiheit der Berechnungen und die Konsistenz der Annahmen zwischen den Teilplänen überprüft. Die erste inhaltliche Würdigung erfolgt sodann bei der internen Plausibilisierung. Diese besteht zum einen aus dem Abgleich der Unternehmensplanung mit den strategischen und operativen Zielen des Managements. Zum anderen sollte eine Unternehmensanalyse erfolgen, d.h. eine Vergangenheitsanalyse und eine Würdigung der Unternehmenspotentiale sowie deren Konsistenz mit der Unternehmensplanung. Letztlich sollte die Unternehmensplanung auch anhand externer Maßstäbe plausibilisiert werden. Dies umfasst sowohl allgemeine Marktanalysen als auch die Analyse des spezifischen Wettbewerbsumfelds des zu bewertenden Unternehmens. Die externe Plausibilisierung stellt sicher, dass die vom Unternehmen aufgestellte Planung nicht in Widerspruch zu makroökonomischen, absatz-

⁵⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 29.

⁵¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 32.

⁵² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 81.

⁵³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 27 i.V.m. Tz. 81.

⁵⁴ Vgl. IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierung, Due Diligence und Fairness Opinion, 2/2017.

marktspezifischen sowie wettbewerbsrelevanten Entwicklungen und Prognosen steht. Insbesondere die SWOT-Analyse, in der die wesentlichen unternehmensinternen und externen Faktoren komprimiert analysiert werden, ist essentiell für die externe Plausibilisierung der Planungsrechnung.

239. Im Folgenden werden zur Plausibilisierung der Planung der grundsätzliche Aufbau der Planung, der Planungsprozess und die Planungstreue in der Vergangenheit analysiert. Der relevante Maßstab in Bezug auf die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Planungsrechnung wird dabei durch die höchstrichterliche Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts bestätigt bzw. konkretisiert. Demnach müssen Planerwartungen auf zutreffenden Informationen beruhen, auf realistischen Annahmen aufbauen und dürfen nicht in sich widersprüchlich sein.⁵⁵ Da auftragsgemäß im Zuge der Angemessenheitsbeurteilung eine eigenständige Ermittlung der Unternehmenswerte der TLG und der WCM durchzuführen ist, wurde eine entsprechende Plausibilisierung der Planungen vorgenommen.
240. Daher bezieht sich der Plausibilisierungsmaßstab für die der Bewertung zugrunde gelegten Unternehmensplanung analog zu IDW S 1 und der Rechtsprechung auf die rechnerische Richtigkeit, die Widerspruchsfreiheit sowie der Konsistenz der Prämissen, auf denen die Planung beruht.
241. Vor diesem Hintergrund werden, unter Bezugnahme auf die Geschäftsstrategie und auf das generelle Marktumfeld, kennzahlenbasierte Analysen der historischen sowie der geplanten Ergebnisse durchgeführt und diese Kennzahlen im Rahmen eines Benchmarking mit historischen Ergebnissen und Analystenschätzungen für die Peer Group, verglichen.

4.5. Bewertung anhand des Ertragswertverfahrens

242. Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1 nach der Ertragswert- oder der Discounted Cashflow (DCF)-Methode ermittelt werden.⁵⁶ Da die sachgerechte Anwendung unterschiedlicher Diskontierungsmethoden keinen Einfluss auf den Unternehmensgesamtwert hat, sind gemäß IDW S 1 beide Diskontierungsmethoden gleichwertig anzusehen. Bei gleichen Bewertungsannahmen führen beide Verfahren zu gleichen Unternehmenswerten.⁵⁷
243. Aufgrund des Anlasses der Unternehmensbewertung, wird im Folgenden bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse und bei der Ermittlung des Unternehmenswertes auf das Ertragswertverfahren abgestellt.

⁵⁵ Vgl. BVerfG, 1 BvR 3221/10 vom 24.05.2012, Abs. 12.

⁵⁶ Vgl. IDW S 1, Tz. 7.

⁵⁷ Vgl. IDW S 1, Tz. 101.

4.5.1. Wert des Eigenkapitals und Ertragswert

244. Beim Ertragswertverfahren wird der Ertragswert direkt durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Cashflows zum Bewertungsstichtag berechnet. Der Wert des Eigenkapitals ergibt sich aus dem Ertragswert abzüglich Minderheiten und zuzüglich der Sonderwerte.

Ertragswert

- Minderheiten
- + Sonderwerte

- = **Wert des Eigenkapitals**

245. Bei der Ertragswertmethode startet die Definition des bewertungsrelevanten Zahlungsstroms beim Konzernergebnis nach Steuern, aber vor Minderheiten. Davon sind die Netto-Investitionen in das Anlagevermögen, die Investitionen in das Netto-Umlaufvermögen (Working Capital) und die sich aufgrund der geplanten Kapitalstruktur ergebenden Veränderungen der verzinslichen Verbindlichkeiten abzuziehen.

Operatives Ergebnis (EBIT)

- Finanz- und Beteiligungsergebnis
- Steuern vom Einkommen und vom Ertrag

- = Konzernergebnis nach Steuern (vor Minderheiten)
- + Abschreibungen
- Bruttoinvestitionen (CAPEX) in das Anlagevermögen
- /+ Veränderung des Nettoumlaufvermögens (inkl. operativem Kassenbestand)
- /+ Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten

- = **Cashflow-to-Equity⁵⁸ bzw. Ausschüttung**
Davon Dividende
Davon fiktive Thesaurierung

246. Bei der Ermittlung eines objektivierten Werts gemäß IDW S 1 im Rahmen der Ausgleichs- und Abfindungsbemessung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen ist gemäß der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 eine Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorzunehmen. Bei dieser Typisierung ist die Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person einzunehmen und die entsprechenden persönlichen Ertragsteuern sind sowohl bei der Ermittlung der zu diskontierenden Cashflow-Größe als auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes zu berücksichtigen (sog. Tax-CAPM).

⁵⁸ Entspricht dem Konzernergebnis nach Steuern und vor Minderheiten abzüglich der Veränderung des Eigenkapitals (i.d.R. Thesaurierung).

247. Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswertmethode nach IDW S 1 bei aktienrechtlichen Bewertungsanlässen sind darüber hinaus zusätzliche Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote relevant. Zur konsistenten Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen ist es notwendig, die nach den notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm und zur Kapitalstruktur verbleibenden Ausschüttungen bewertungstechnisch in einen Dividendenanteil und einen Anteil fiktiver Thesaurierungen zu differenzieren, da Dividenden und fiktive Thesaurierungen mit unterschiedlichen Steuersätzen auf Ebene der Anteilseigner besteuert werden.
248. Die Berechnung des Ertragswerts wird nach persönlichen Einkommensteuern der Anteilseigner vorgenommen und somit wird die sog. unmittelbare Typisierung gemäß IDW S 1 angewendet. Die Darstellung des Ertragswertverfahrens unter Anwendung der unmittelbaren Typisierung wird in den Kapiteln 5.5. (Tz. 402 ff) und 6.6. (Tz. 579 ff) dargestellt und berücksichtigt die Abgeltungssteuer sowie Solidaritätszuschlag. Da die Ausschüttungen den an die Eigenkapitalgeber auszuschüttenden finanziellen Überschüssen entsprechen, sind diese mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern zu diskontieren.
249. Die Planung der Cashflows-to-Equity bzw. der Ausschüttung wird üblicherweise in zwei Phasen vorgenommen. Die erste, sogenannte Detailplanungsphase umfasst einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren und basiert grundsätzlich auf einer detaillierten Planungsrechnung des Bewertungsobjekts. Die zweite, sogenannte Fortführungsphase (im Folgenden „Terminal Value“ bzw. kurz „TV“) unterstellt für das Bewertungsobjekt einen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand innerhalb dessen die jährlichen finanziellen Überschüsse als konstant oder mit konstanter Rate wachsend angenommen werden.⁵⁹ Sofern das Bewertungsobjekt sich zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht im zum Ansatz der Fortführungsphase notwendigen „nachhaltigen Zustand“ befindet, sind in der Fortführungsphase entsprechende Annahmen, z.B. in Bezug auf längerfristige Investitions- oder Produktlebenszyklen und die Laufzeit vorteilhafter Verträge, zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse zu treffen („Konvergenzphase“).

⁵⁹ Vgl. IDW S 1, Tz. 75 ff.

4.5.2. Minderheiten

250. Da Minderheiten bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse zunächst unberücksichtigt bleiben, wird eine gesonderte Bewertung der auf Minderheiten entfallenden finanziellen Überschüsse vorgenommen. Dabei werden die auf Minderheiten entfallenden finanziellen Überschüsse mit den risikoäquivalenten Eigenkapitalkosten des jeweiligen Bewertungsobjektes der jeweiligen Periode diskontiert. Der so ermittelte Barwert wird dann von dem ermittelten Ertragswert abgezogen.

4.5.3. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

251. Sachverhalte, die im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen kommen dafür u.a. bestimmte Finanzaktiva und steuerliche Effekte in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögensteile, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche operative Unternehmensaufgabe berührt wäre. Diese Kriterien treffen häufig auf zur Veräußerung bestimmte Vermögenswerte zu.

252. Den Wert der steuerlichen Verlustvorträge haben wir nicht als Sonderwerte berücksichtigt, sondern vor dem Hintergrund der geplanten Nutzbarkeit anhand der Planungsrechnung der Gesellschaften direkt im Rahmen der bewertungsrelevanten Unternehmensplanung berücksichtigt. Selbiges gilt für die steuerlichen Einlagekonten beider Gesellschaften, die direkt in der Ableitung der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse berücksichtigt wurden.

4.5.4. Wert des Eigenkapitals

253. Die Berücksichtigung von Sonderwerten als Addition bzw. von Minderheiten als Subtraktion vom Ertragswert führt letztlich zum Wert des Eigenkapitals des Bewertungsobjekts.

4.6. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

254. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig als Umsatz- oder Ergebnisgröße) des Unternehmens mit dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von Peer Group-Unternehmen abgeleitet wird. Wie die Ertragswertmethode wird auch die Multiplikator-Methode den Gesamtbewertungsverfahren zugeordnet.

255. Auftragsgemäß wird jeweils der objektivierte Wert des Eigenkapitals gemäß der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswerts gemäß IDW S 1 ermittelt. Hiernach stellt die Multiplikator-Methode grundsätzlich keine zur Ertragswertmethode gleichrangige Bewertungsmethode dar. Gemäß IDW S 1 können vereinfachte Preisfindungsverfahren (z.B. Ergebnismultiplikatoren, umsatz- oder produktmengenorientierte Multiplikatoren) lediglich im Einzelfall An-

haltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertung nach der Ertragswertmethode bieten.⁶⁰ Ergibt sich eine Differenz zwischen dem Zukunftserfolgswert und einem zur Plausibilitätskontrolle anhand einer vereinfachten Preisfindung ermittelten Preis für das Unternehmen, so kann dies ein Anlass sein, neben den zur Plausibilitätskontrolle herangezogenen Größen auch die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Ausgangsdaten und Prämissen kritisch zu überprüfen.⁶¹

256. Bei der Bewertung anhand von Multiplikatoren werden wertbildende Bezugsgrößen von Peer Group-Unternehmen, i.d.R. Ertrags- und Überschussgrößen, wie Umsatz, EBITDA, EBIT, Jahresüberschuss etc., in Relation zu deren beobachtbaren Marktpreisen gesetzt und die so ermittelten Relationen (die Multiplikatoren) auf das zu bewertende Unternehmen übertragen. Dabei wird davon ausgegangen, dass zwischen den zugrundeliegenden Bezugsgrößen und dem Unternehmensgesamtwert bzw. dem Wert des Eigenkapitals ein proportionaler Zusammenhang besteht. Die genannten Bezugsgrößen werden hilfsweise herangezogen, da für Cashflow- und Kapitalrenditegrößen (insbesondere für die Peer Group) regelmäßig keine Prognosen von Analysten erstellt und veröffentlicht werden. Entscheidendes Merkmal der Multiplikator-Methode ist, dass der Ausgangspunkt der Bewertung die beobachtbaren Preise darstellen. Zur Herstellung der notwendigen Äquivalenz mit dem zu bewertenden Unternehmen werden jedoch diese Preise über verschiedene Bewertungsschritte angepasst, um im Endergebnis eine Schätzung für den fundamentalen Unternehmensgesamtwert zu erhalten (analog zur Ertragswertmethode). Solche Anpassungen können v.a. bei verzerrten Marktpreisbildungen aufgrund externer Schocks oder Marktunvollkommenheiten (z.B. durch die Finanz- und Wirtschaftskrise) erforderlich sein. Unter Umständen können verzerrte Marktpreisbildungen auch zur Nichtanwendbarkeit einzelner Multiplikatoren oder der Multiplikator-Methode insgesamt führen.
257. Ein Vorteil der multiplikatorgestützten Unternehmensbewertung ist deren strikte Marktbezogenheit. Die zugrundeliegenden Preisrelationen sind beobachtbar und werden tatsächlich auf Kapitalmärkten und/oder bei Unternehmenstransaktionen bezahlt. Andererseits ist diese Bewertungsmethode (ebenso wie die Ableitung des Kapitalisierungszinses aus Kapitalmarktdaten) damit auch Marktunvollkommenheiten und -ineffizienzen ausgesetzt, die zu Abweichungen zwischen beobachtbaren Preisen und intrinsischen Werten führen können und über Bewertungsanpassungen durch den Gutachter zu korrigieren sind. Insbesondere in Krisenphasen müssen die vorliegenden Marktpreise aufgrund von möglichen Verzerrungen und Sondersituationen kritisch gewürdigt werden.
258. Im Rahmen der empfohlenen Vorgehensweise nutzt die multiplikatorgestützte Bewertung daher, ebenso wie die Diskontierungsmethode, unternehmensinterne Planungen und Informationen. Die ermittelten Multiplikatoren der Peer Group-Unternehmen werden auf die realisierten und die von der Unternehmensleitung geplanten Bezugsgrößen (auf Basis des gleichen Business Plans, der auch bei der Ertragswertmethode verwendet wird) angewendet. Allerdings ist

⁶⁰ Vgl. IDW S 1, Tz. 143.

⁶¹ Vgl. IDW S 1, Tz. 167.

der verfügbare Zeitraum der Prognose deutlich kürzer als bei Anwendung der Diskontierungsmethode.

259. Der Multiplikator ergibt sich aus dem Verhältnis von Preis zur Bezugsgröße des Peer Group-Unternehmens. Analysen basieren regelmäßig auf Multiplikatoren der vergangenen zwölf Monate bzw. des vergangenen Jahres (sog. LTM-Multiplikatoren bzw. Stichtags-Multiplikatoren, hier das Geschäftsjahr 2016) sowie der darauffolgenden Jahre (sog. Forward-Multiplikatoren; hier 2017 und 2018). Grundsätzlich sind zukunftsorientierte Multiplikatoren bei der marktpreisorientierten Bewertung vorzuziehen. Historische Multiplikatoren, wie LTM-Multiplikatoren, können durch Sondereffekte verzerrt sein. Zukunftsorientierte Multiplikatoren hingegen basieren typischerweise auf normalisierten Schätzungen von Analysten, während LTM-Multiplikatoren auf IST-Werten basieren. LTM-Multiplikatoren finden zur Wahrung der Zeitkongruenz primär Verwendung bei Transaktionsmultiplikatoren (Transaction Multiples). Aufgrund der für den Bewertungsanlass notwendigen Ermittlung von Stand Alone-Werten, d.h. ohne Berücksichtigung von Synergien, die erst mit Abschluss des Beherrschungsvertrags realisiert werden können, wird im Weiteren auf die Berücksichtigung von Transaktionsmultiplikatoren und Übernahmeprämien verzichtet. Bei der Analyse der Übernahmeprämien, welche im Wesentlichen durch die erwarteten Synergiepotenziale begründet werden, ist aufgrund des hier vorliegenden Bewertungsanlasses eine Unterscheidung zwischen echten und unechten Synergien gemäß IDW S 1, d.h. mit oder ohne Abschluss des Beherrschungsvertrags realisierbaren Synergien, vorzunehmen. Da eine solche Unterscheidung aufgrund der eingeschränkten öffentlichen Informationen in Bezug auf Transaktionsmultiplikatoren und deren Bezugsgrößen nicht vorgenommen werden kann, werden Transaktionsmultiplikatoren gemäß IDW S 1 im vorliegenden Bewertungsanlass nicht angewendet.

4.7. Liquidationswert

260. Liquidationswerte und Substanzwerte werden in der Literatur im Gegensatz zu den Gesamtbewertungsverfahren, wie der Ertragswertmethode, als Einzelbewertungsverfahren bezeichnet.⁶² Der Liquidationswert wird im Konzept des IDW S 1 als Wertuntergrenze herangezogen. Hierbei wird explizit auf eine „möglichst vorteilhafte“ Verwertung abgestellt. Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen von anderen Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.
261. Erweist es sich insgesamt gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, die in den Unternehmen vorhandenen einzelnen Vermögensteile oder in sich geschlossene Betriebsteile gesondert zu veräußern, ist grundsätzlich die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse als Liquidationswert zu berücksichtigen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.⁶³

⁶² Vgl. u.a. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 8.

⁶³ Vgl. IDW S 1, Tz. 5, 140 f.

262. Der Wert des zu liquidierenden Vermögens wird vom Absatzmarkt der zu liquidierenden Vermögenswerte bestimmt. Eine besondere Bedeutung kann dabei den immateriellen Vermögenswerten, den Grundstücken und Gebäuden sowie technischen Anlagen zukommen, da in diesen Vermögenswerten wesentliche stille Reserven zu erwarten sind.
263. Darüber hinaus hat die unterstellte Zerschlagungsgeschwindigkeit wesentlichen Einfluss auf den Wert des Vermögens. Grundsätzlich gilt, dass sich eine beschleunigte Liquidation innerhalb kurzer Zeit („Zerschlagung“) negativ auf die Veräußerungsbedingungen, insbesondere das zu erwartende Preisniveau, auswirkt, die finanziellen Überschüsse bei einer Zerschlagung aber relativ früh anfallen. Im Gegensatz dazu bestehen im Rahmen einer planmäßigen Liquidation über mehrere Jahre („Abwicklung“) zwar grundsätzlich günstigere Veräußerungsbedingungen, die dabei erzielten Liquidationserlöse fallen jedoch teilweise deutlich später an und sind aus Vergleichsgründen auf den Liquidationszeitpunkt zu diskontieren.
264. Von dem so ermittelten Vermögenswert sind bestehende Schulden zu ihrem Ablösebetrag abzuziehen. Dabei sind erst infolge der Liquidation entstehende Passivposten, z.B. Sozialplanverpflichtungen, sowie durch Liquidation entfallende Verpflichtungen wie Aufwands- und Kulanzrückstellungen bei der Wertermittlung entsprechend zu berücksichtigen. Die Überschüsse werden in einem weiteren Bewertungsschritt um voraussichtliche Liquidationskosten, die im Zusammenhang mit der Veräußerung entstehen und von dem zu liquidierenden Unternehmen zu tragen sind, sowie Ertragsteuern auf einen ggf. anfallenden Liquidationsgewinn gekürzt.
265. Die Bewertung der Substanz (Substanzwert) unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zum sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur einen Teilrekonstruktionswert darstellt. Dieser hat keine selbstständige Aussagekraft für die Ermittlung des Gesamtwertes einer fortzuführenden Unternehmung.⁶⁴ Substanzwerte werden daher im Hinblick auf den Bewertungsanlass nicht ermittelt. Auch werden im konkreten Bewertungsfall keine Anzeichen für eine Liquidation oder eine Liquidationsabsicht der Gesellschaften gesehen, so dass der Liquidationswert nicht relevant ist.

4.8. Berücksichtigung von Synergien nach IDW S 1

266. Nach den Grundsätzen des objektivierten Unternehmenswerts gemäß IDW S 1 sind Synergien bei der Unternehmensbewertung entsprechend zu würdigen. Nach IDW S 1 versteht man unter Synergieeffekten die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen. Ferner ist zur Ermittlung eines objektivierten Werts gemäß IDW S 1 zwischen sog. echten und unechten Synergien zu unterscheiden.⁶⁵ Unechte Synergien sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich auch ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme realisieren lassen. Die aus unechten Synergien resultierenden finanziellen Überschüsse sind bei der Bestimmung eines objektivierten Unternehmenswerts grundsätzlich zu berücksichtigen, jedoch nur soweit die synergiestiftenden Maßnahmen

⁶⁴ Vgl. u.a. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 207 sowie IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6.

⁶⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 33 ff.

bereits zum Bewertungsstichtag eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind. Im Unterschied hierzu ergeben sich echte Synergieeffekte erst durch die dem Bewertungsanlass zugrundeliegende Maßnahme und sind in der Unternehmensbewertung nicht zu berücksichtigen. Im vorliegenden Bewertungsanlass richtet sich die Unterscheidung der echten und unechten Synergien danach, ob die Realisierung der Synergien mit oder ohne Abschluss des Beherrschungsvertrags zwischen der TLG und der WCM möglich ist sowie, ob die entsprechenden Maßnahmen zur Realisierung der Synergien bereits eingeleitet oder hinreichend konkretisiert sind.⁶⁶

⁶⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008 Tz. 34; auch in Abgrenzung zu IDW S 1 i.d.F. 2005.

5. BEWERTUNG DER TLG

5.1. Plausibilisierung der Unternehmensplanung

5.1.1. Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung

267. Der Planungsprozess der TLG erfolgt grundsätzlich über einen mehrstufigen „Top-Down/Bottom-Up“-Ansatz. Der reguläre Planungsprozess der TLG startet grundsätzlich in den Monaten Juli bis August eines Jahres. Im Rahmen eines „Top-Down“-Ansatzes werden zunächst durch den Vorstand der TLG strategische Zielkennzahlen, wie z.B. die NOI-Marge, Funds from Operations, Net Loan-to-Value-Quote und die An- und Verkaufsziele sowie die Ausschüttungspolitik definiert und vorgegeben.
268. Im Anschluss erfolgt die Planung des Immobilienportfolios nach dem „Bottom-Up“-Ansatz in den Monaten August und September. Die Planung des Immobilienportfolios wird durch die Asset- und Portfoliomanager für die jeweiligen Objekte auf Basis der einzelnen Mietverträge und den darin enthaltenen Mietkonditionen vorgenommen. Zudem erfolgt eine detaillierte Planung der einzelnen Instandhaltungs-, Modernisierungs-, und Erweiterungsinvestitionen auf Ebene der einzelnen Immobilienobjekte. Ergänzt wird die Planung der Bestandsimmobilien um die im Rahmen der strategischen Zielvorgaben festgelegten Neuakquisitionen von Immobilienobjekten, die auf Basis historischer Erfahrungswerte und aktueller Marktentwicklungen, u.a. bezüglich der Mietpreise, Leerstandsquoten und Instandhaltungs- und Betriebskosten, in die Planung des Immobiliengeschäfts integriert wird. Des Weiteren erfolgt vor der Finalisierung des Bewirtschaftungsplans, in Abstimmung mit dem Vorstand und den Niederlassungen, die Festlegung der Verkaufsobjekte und der Ankaufskriterien.
269. Zudem wird die Planung der Immobilienportfolios um die Planung der Kosten auf Unternehmensebene ergänzt. Diese umfasst die Sachkosten- und Personalplanung sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, welche im Wesentlichen durch die Kostenstellenverantwortlichen und das Controlling erstellt werden. Außerdem wird eine Darlehens- und Rückstellungsplanung vorgenommen. Die Planung der Finanzverbindlichkeiten basiert ebenfalls auf den vertraglichen Darlehenskonditionen unter Berücksichtigung der Zinssicherungsgeschäfte und dem erwarteten Zinsniveau.
270. Nachdem der Planungsprozess für das operative Ergebnis und das Finanzergebnis abgeschlossen ist, erfolgen die Steuerplanung je Gesellschaft und die Berechnung der Ausschüttung gemäß der aktuellen Dividendenpolitik. Die abschließenden Schritte im Planungsprozess betreffen die Liquiditätsplanung, die Planung von eventuellen Kapitalmaßnahmen und eine generelle Plausibilitätsprüfung.

271. Die finale Unternehmensplanung wird im November bis Dezember des jeweiligen Kalenderjahres durch den Vorstand verabschiedet. Die Planung wird nach Freigabe dem Aufsichtsrat übersandt, welcher nach Erläuterungen durch den Vorstand anschließend das Budget für das nächste Geschäftsjahr genehmigt.
272. Die der Unternehmensbewertung zugrundeliegende, integrierte Planungsrechnung der TLG umfasst die Planungsrechnung für die Jahre 2017 bis 2021. Die Planungsrechnung wurde am 26. September 2017 durch den Vorstand verabschiedet und am 26. September vom Aufsichtsrat per Umlaufbeschluss zur Kenntnis genommen. Die bewertungsrelevante Planungsrechnung basiert grundsätzlich auf der im regulären Planungsprozess erstellten Planung vom November 2016. Aufgrund des zeitlichen Abstands zwischen der letzten verabschiedeten Planungsrechnung der Gesellschaft, welche bereits am 3. November 2016 verabschiedet wurde, hat die Gesellschaft zunächst im Rahmen des Übernahmeprozesses unterjährig eine aktualisierte Planungsrechnung mit Stand vom Mai 2017 erstellt (sog. Übernahmeplanung). Diese Planungsrechnung basiert auf der am 3. November 2016 verabschiedeten und im regulären Planungsprozess erstellten Planungsrechnung. Sie wurde im Rahmen der Aktualisierung im Wesentlichen um ursprünglich geplante, aber nicht eingetretene Akquisitionen von Immobilienobjekten sowie tatsächlich getätigte Investitionen aktualisiert. Die Annahmen zur Planung der Overheadkosten wurden von der November 2016-Planung übernommen. Die Übernahmeplanung wurde im September 2017 durch die TLG nochmals um aktuelle Erkenntnisse, die bereits im Rahmen des parallel anlaufenden jährlichen Planungsprozesses gewonnen wurden, aktualisiert, um den Kenntnisstand zum Bewertungsstichtag sachgerecht abzubilden.
273. Die bewertungsrelevante Planungsrechnung besteht aus einer Planung der Gewinn- und Verlustrechnung, einer integrierten Bilanzplanung und einer hieraus abgeleiteten Kapitalflussrechnung. Wir haben die Planungsrechnung bis zum EBIT übernommen und um eine eigene Finanzbedarfsrechnung unter Berücksichtigung der Planung der Finanzverbindlichkeiten der Gesellschaft ergänzt. Zur Berücksichtigung der steuerlichen Verlustvträge wurde zudem auf Basis der Planungsannahmen der Gesellschaft eine detaillierte Planung der Steuern vom Einkommen und vom Ertrag erstellt. Hierbei wurden nur die zahlungswirksamen Steuern berücksichtigt und nicht zahlungswirksame latenten Steuern nicht angesetzt. Die Annahmen zu sonstigen Posten der Bilanz- und oder Gewinn- und Verlustrechnung wurden unverändert übernommen.

5.1.2. Analyse der Planungstreue

274. Im Rahmen der Plausibilisierung der Planung haben wir neben der Analyse des Aufbaus der Planung und des Planungsprozesses grundsätzlich auch eine Analyse der bisherigen Planungstreue vorgenommen, um Erkenntnisse über die zukünftige Planungsgenauigkeit zu gewinnen. Zur Beurteilung der historischen Planungstreue wurde ein Zeitraum von zwei Jahren betrachtet.
275. In der Vergangenheit war bei wichtigen Kennzahlen wie den Mieterlösen, dem Ergebnis aus der Vermietung und der korrespondierenden Marge sowie bei die FFO zu beobachten, dass diese stets leicht über Plan lagen. Auch der Wert des Portfolios konnte i.d.R. durch Zukäufe und Auf-

wertungen die Planung übertreffen. Der Jahresüberschuss übertraf in den letzten beiden Jahren die Planung des Unternehmens etwas deutlicher, was v.a. im Zusammenhang mit Aufwertungen bei Immobilienobjekten steht, die nicht in geplant werden. Da diese Effekt nicht zahlungswirksam sind, haben diese Abweichungen keine Relevanz für die der Bewertung zugrundeliegende Planungsrechnung.

276. Aus dem Plan-/IST-Vergleich kann somit geschlossen werden, dass historisch keine systematischen Planungsverfehlungen bestanden und die vorliegende Planungsrechnung der Gesellschaft somit eine geeignete Grundlage für die Bewertung darstellt.

5.1.3. Plausibilisierung der Unternehmensplanung

277. Die Planungsrechnung der TLG wird anhand weiterführender Beurteilungsmaßstäbe – insbesondere mit Hilfe von zeitpunktbezogenen Kennzahlenanalysen und Benchmarking zur Peer Group analysiert, um eine konsistente Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten zu gewährleisten. Die Planungsrechnung der TLG stellt sich folgendermaßen dar:

Gewinn- und Verlustrechnung

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
Mieterlöse	116,2	129,0	144,4	158,0	173,6	191,4	214,7	249,2	11,5%
Wachstum (in %)	-	11,0%	12,0%	9,4%	9,8%	10,3%	12,2%	16,1%	
Nicht-umlagefähige Betriebskosten	6,5	6,2	6,3	7,8	5,9	6,3	7,6	8,2	5,4%
Instandhaltungen	5,2	6,2	6,6	7,3	8,2	9,6	11,4	13,0	14,4%
Sonstiges	4,2	2,5	5,9	4,2	4,3	4,4	6,0	4,3	-6,2%
Ergebnis aus der Vermietung	100,3	114,1	125,6	138,7	155,2	171,1	189,6	223,7	12,2%
Marge (in %)	86,3%	88,5%	87,0%	87,8%	89,4%	89,4%	88,4%	89,8%	
Personalaufwand	17,4	12,8	11,3	11,7	12,2	13,2	14,0	14,8	5,7%
Sonstige betriebliche Erträge	16,8	4,2	0,8	1,4	1,0	1,0	1,1	1,1	8,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	15,7	7,9	7,1	12,1	8,7	9,6	8,7	9,1	5,0%
EBITDA	84,0	97,6	108,0	116,3	135,2	149,2	168,1	200,9	13,2%
Marge (in %)	72,3%	75,7%	74,8%	73,6%	77,9%	78,0%	78,3%	80,6%	
Abschreibungen	1,2	0,8	0,6	0,4	1,0	1,0	1,0	1,0	12,1%
EBIT	82,8	96,8	107,4	115,9	134,2	148,3	167,1	199,9	13,2%
Marge (in %)	71,3%	75,1%	74,4%	73,4%	77,3%	77,5%	77,8%	80,2%	
Finanzergebnis	-25,8	-24,3	-25,0	-39,3	-24,3	-27,8	-33,0	-39,5	
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	57,0	72,6	82,4	76,6	109,9	120,5	134,0	160,4	14,3%
Außerordentliches Ergebnis	-	-	-	2,2	-	-	-	-	
Rückanpassung Summe Bereinigungen	63,3	96,6	46,3	-	-	-	-	-	
Ergebnis vor Ertragsteuern	120,3	169,2	128,6	78,8	109,9	120,5	134,0	160,4	4,5%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	31,6	38,3	34,5	2,3	6,0	5,9	7,9	13,2	
Effektive Steuerrate (in %)	26,3%	22,6%	26,8%	2,9%	5,4%	4,9%	5,9%	8,2%	
Jahresüberschuss	88,7	130,9	94,1	76,5	103,9	114,5	126,1	147,2	9,4%
Marge (in %)	76,3%	101,5%	65,2%	48,4%	59,9%	59,8%	58,8%	59,1%	

5.1.3.1. Mieterlöse

278. Die Mieterlöse stellen für Immobilienunternehmen die Umsatzerlösgröße und damit eine der wichtigsten Größen der Gewinn- und Verlustrechnung dar. Daher erläutern wir im Folgenden die Entwicklung dieses Postens und nehmen einen Vergleich mit der vergangenen und erwarteten Entwicklung der Peer Group-Unternehmen vor.
279. Insgesamt steigen die Mieterlöse im Planungszeitraum von EUR 144,4 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 249,2 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 11,5%, welche etwa den historischen Wachstumsraten des Jahres 2015 und 2016 entspricht.
280. Der signifikante Anstieg der Mieteinnahmen der TLG über den gesamten Planungszeitraum ist hauptsächlich auf die geplanten Immobilienakquisitionen zurückzuführen. Die Mieterlöse verteilen sich dabei wie folgt auf den bisherigen Immobilienbestand, die zukünftigen Akquisitionen sowie Veräußerungen.⁶⁷

Mieterlöse und Immobilienbestand

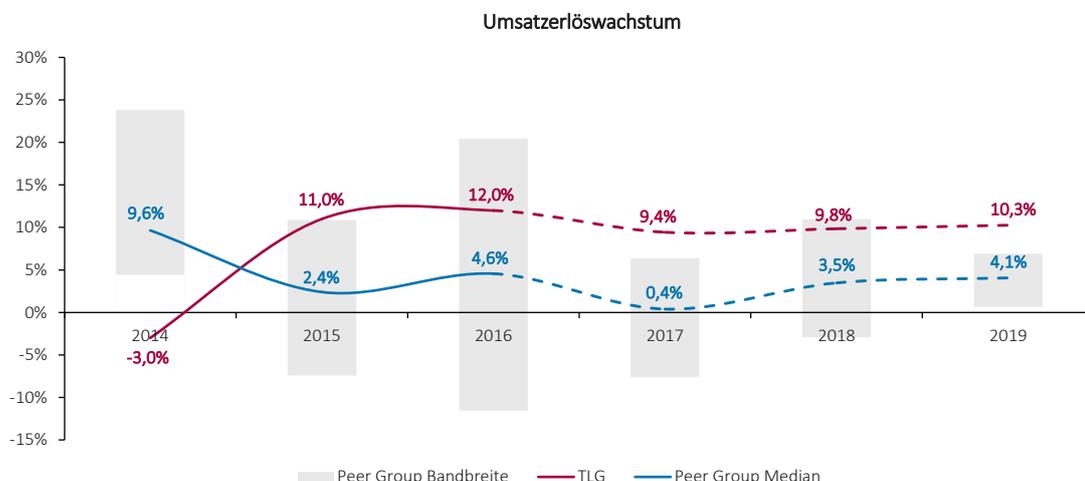
in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
Mieterlöse Bestand	116,2	129,0	144,4	158,0	164,0	163,1	161,9	166,3	
Mieterlöse Akquisitionen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10,2	31,9	56,5	86,8	
Mieterlöse Veräußerungen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0,6	-3,7	-3,8	-3,9	
Mieterlöse gesamt	116,2	129,0	144,4	158,0	173,6	191,4	214,7	249,2	11,5%
Wachstum (in %)		11,0%	12,0%	9,4%	9,8%	10,3%	12,2%	16,1%	
Bestandsvolumen	1.489,6	1.739,5	2.285,3	2.285,3	2.285,3	2.285,3	2.285,3	2.285,3	
Akquisitionen (kumuliert)	n.a.	n.a.	n.a.	111,0	461,0	861,0	1.311,0	1.811,0	
Veräußerungen (kumuliert)	n.a.	n.a.	n.a.	-37,6	-73,6	-77,6	-77,6	-77,6	
CAPEX (kumuliert)	n.a.	n.a.	n.a.	9,3	47,3	75,9	105,3	129,2	
Immobilienbestand gesamt	1.489,6	1.739,5	2.285,3	2.368,0	2.720,1	3.144,6	3.624,0	4.147,9	12,7%
Wachstum (in %)	5,3%	16,8%	31,4%	3,6%	14,9%	15,6%	15,2%	14,5%	
Ø Immobilienbestand gesamt	1.452,1	1.614,5	2.012,4	2.326,7	2.544,0	2.932,3	3.384,3	3.885,9	
Mietrendite auf Ø Immobilienbestand	8,0%	8,0%	7,2%	6,8%	6,8%	6,5%	6,3%	6,4%	

281. Die Bestandsmieten entwickeln sich über den Planungszeitraum positiv und steigen von EUR 144,4 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 166,3 Mio. im Jahr 2021. Diese Entwicklung wurde von der TLG auf Basis einer Portfoliosimulation geplant. Der Simulation liegen die abgeschlossenen Mietverträge und deren Ausgestaltung sowie Annahmen zur zukünftigen Entwicklung der Mietpreise und Inflation zugrunde. Die Vertragsmiete je Quadratmeter entwickelt sich über den Planungszeitraum je nach Segment unterschiedlich. Während die durchschnittliche monatliche Miete pro Quadratmeter im Segment Büroimmobilien von 2017 bis 2021 um rd. 4,1% auf EUR 10,13 zunimmt, sinkt sie im Segment Handelsimmobilien um -0,1% auf EUR 10,81. Generell ist rd. 75% des Mietvolumens vertraglich indexiert, größtenteils mit definierten Schwellenwerten, die überschritten werden müssen, damit eine Anpassung eintritt.

⁶⁷ Für die Jahre 2014 bis 2017 lag uns keine Aufteilung vor.

282. In den Jahren 2019 und 2020 lassen sich mit EUR 163,1 Mio. und EUR 161,9 Mio. abnehmende Mieterlöse aus dem Bestand beobachten. Dies lässt sich unter anderem auf einen zunehmenden Leerstand im Bestandsportfolio durch auslaufende Mietverträge zurückführen. Die Leerstandsquote des Bestandsportfolios steigt in diesem Zeitraum von 2,7% im Jahr 2018 auf 5,0% im Jahr 2019 und 4,4% im Jahr 2020. Im letzten Jahr der Planung sinkt die Leerstandsquote des Bestandsportfolios wieder auf 4,0% und liegt damit nur knapp über den historisch beobachtbaren Quoten von bis 3,9% im Jahr 2014, 3,7% im Jahr 2015 und 3,8% im Jahr 2016.
283. Das Wachstum der gesamten Mieterlöse um durchschnittlich 11,5% p.a. ist vornehmlich auf die zusätzlichen Mieterlöse aus Akquisitionen zurückzuführen. Diese zusätzlichen Mieterlöse steigen von EUR 10,2 Mio. im Jahr 2018 auf EUR 86,8 Mio. im Jahr 2021. Gegenläufige wirken Veräußerungen von Immobilien in geringem Umfang.
284. Die geplanten Akquisitionen, die zum signifikanten Anstieg der Mieterlöse führen, spiegeln sich auch im Immobilienbestand wider. Dessen Wert steigt über den gesamten Planungszeitraum mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 12,7% und erreicht EUR 4.147,9 Mio. zum Ende des Jahres 2021. Der Gesamtbestand enthält sowohl das Bestandsvolumen als auch kumulierte Akquisitionen, Veräußerungen und Investitionen (CAPEX). Das Akquisitionsvolumen nimmt über die Jahre 2017 bis 2021 stetig von EUR 111,0 Mio. auf EUR 500,0 Mio. zu.
285. Das aktuelle Niedrigzinsumfeld führt dazu, dass die Transaktionsvolumina nach Einschätzung der TLG im Immobilienmarkt hoch bleiben werden und keine Renditesteigerungen zulassen. Besonders in attraktiven A-Städten ist nicht mit einer Steigerung der Renditen zu rechnen. Die Gesellschaft sieht sich durch ihre Expertise in der Lage, trotz der bereits historisch hohen Transaktionsvolumina weiterhin ausreichend attraktive Ankaufsobjekte zu identifizieren und zu erwerben. Einerseits werden im Stammgebiet der TLG in den neuen Bundesländern selektiv Möglichkeiten genutzt, andererseits soll der Anteil des Investitionsvolumens im Westen weiter ausgebaut werden. Generell sieht die Gesellschaft vor allem bei Objekten des Lebensmitteleinzelhandels und bei Value-Add-Objekten weiteres Wertsteigerungspotential. Diese strategische Ausrichtung wird zusätzlich durch die attraktiven Finanzierungsbedingungen unterstützt, die es der TLG ermöglichen die für die Expansion notwendigen Fremd- und Eigenkapitalmittel einzuwerben.
286. Die bereits geschilderten Akquisitionen von bis zu EUR 500,0 Mio. pro Jahr sind im aktuellen und erwarteten Marktumfeld mit einem erhöhten Wettbewerbsdruck auf dem Markt für Gewerbeimmobilien nur zu höheren Preisen durchführbar. Dies spiegelt sich auch in der Mietrendite auf den durchschnittlichen gesamten Immobilienbestand wider. Während die Mietrendite historisch noch über 7,0% lag, sinkt sie in der Planung von 7,2% im Jahr 2016 auf 6,4% im Jahr 2021. Die geplanten Mietrenditen der Ankäufe werden von der TLG unter Berücksichtigung der Marktlage und der Renditeanforderungen abgeleitet und liegen zwischen 5,8% und 6,0%. Insgesamt erwartet die TLG bei den Akquisitionen für das Segment Büroimmobilien steigende Mieten und bei Einzelhandelsobjekten im Allgemeinen eher unveränderte Mieten. Diese Erwartungen stehen in Einklang mit den Annahmen für die Bestandsobjekte.

287. In einem weiteren Schritt wird das geplante Wachstum der Mieterlöse der TLG mit Analystenprognosen für das Umsatzerlöswachstum der Peer Group-Unternehmen verglichen:⁶⁸



288. Das Wachstum der Umsatzerlöse der Peer Group-Unternehmen lag in der Vergangenheit im Median zwischen 2,4% und 9,6%. Durch den Verkauf von nicht-strategischen Immobilien war im Jahr 2014 bei der TLG ein Rückgang der Umsatzerlöse um -3,0% zu beobachten. Im Jahr 2015 wies die TLG wieder ein Wachstum der Umsatzerlöse von 11,0% aus und lag damit knapp über der Peer Group-Bandbreite. Im Folgejahr 2016 lag das Umsatzerlöswachstum der TLG mit einer Wachstumsrate von 12,0% zwar innerhalb der Peer Group-Bandbreite, allerdings am oberen Ende der Bandbreite. Auch in den Planjahren 2017 bis 2019 liegt das Umsatzerlöswachstum der TLG mit 9,4% bis 10,3% weiterhin über oder am oberen Ende der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen. Während das Wachstum der Umsatzerlöse im Planungsverlauf der TLG zunimmt, nimmt das von den Analysten erwartete Wachstum der Umsatzerlöse insgesamt von 4,6% im Jahr 2016 auf 4,1% im Jahr 2019 ab. Diese Entwicklung ist auf die Akquisitionenplanung der TLG zurückzuführen. Die TLG verfügt im Vergleich zu den Peer Group-Unternehmen über eine vergleichsweise geringe Net Loan-to-Value-Quote, so dass die TLG u.a. aufgrund der günstigen Fremdkapitalkonditionen in den kommenden Jahren weiterhin Akquisitionen finanzieren kann. Die Peer Group-Unternehmen dagegen haben bereits höhere Net Loan-to-Value-Quoten erreicht, so dass für den Prognosezeitraum seitens der Analysten für die Peer Group-Unternehmen eine Konsolidierungsphase mit geringen Portfolioankäufen und damit geringem Wachstum der Umsatzerlöse erwartet wird.

⁶⁸ Für die Peer Group-Unternehmen haben wir vereinfachend auf die gesamten Umsatzerlöse abgestellt. Bei der TLG entsprechen die Mieterlöse den Umsatzerlösen. Analystenschätzungen für die Umsatzerlöse der Peer Group liegen in ausreichender Anzahl nur bis zum Jahr 2019 vor.

5.1.3.2. Ergebnis aus Vermietung

289. Das Ergebnis aus der Vermietung stellt eine wichtige Kennzahl für die Profitabilität von Immobilienunternehmen dar. Diese wird grundsätzlich als Differenz zwischen den Mieterlösen und den Betriebs- und Nebenkosten ermittelt:

Ergebnis aus der Vermietung

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung				CAGR	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
Mieterlöse	116,2	129,0	144,4	158,0	173,6	191,4	214,7	249,2	11,5%
Nicht-umlagefähige Betriebskosten	6,5	6,2	6,3	7,8	5,9	6,3	7,6	8,2	5,4%
Instandhaltungen	5,2	6,2	6,6	7,3	8,2	9,6	11,4	13,0	14,4%
Sonstiges	4,2	2,5	5,9	4,2	4,3	4,4	6,0	4,3	-6,2%
Ergebnis aus der Vermietung	100,3	114,1	125,6	138,7	155,2	171,1	189,6	223,7	12,2%
Marge (in %)	86,3%	88,5%	87,0%	87,8%	89,4%	89,4%	88,4%	89,8%	

290. Die nicht-umlagefähigen Betriebskosten steigen von EUR 6,3 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 8,2 Mio. im Jahr 2021, was einer jährlichen Wachstumsrate von 5,4% entspricht. Die Betriebskostenquote geht im entsprechenden Zeitraum von 4,5% im Jahr 2016 auf 3,3% im Jahr 2021 zurück. Dieser Rückgang lässt sich u.a. auf eine niedrigere Leerstandsquote im Gesamtportfolio durch die geplanten Akquisitionen zurückführen. Durch den niedrigeren Leerstand sinken die Betriebskosten aus dem Leerstand und somit nimmt der Anteil der nicht-umlagefähigen Betriebskosten ab.

291. Der Aufwand für Instandhaltungen hingegen steigt von EUR 6,6 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 13,0 Mio. im Jahr 2021 und damit mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 14,4% p.a. stärker als die Mieterlöse. Der schnellere Zuwachs spiegelt sich in einem Anstieg der Quote von 4,7% auf 5,2% wider. Die Planung der gesamten Kosten für Instandhaltungen erfolgt bei der TLG auf Basis einzelner und objektspezifischer Maßnahmen durch die Portfoliomanager. Daher spielen besonders der individuelle Zustand und der Abnutzungsgrad der Gebäude eine entscheidende Rolle. Außerdem lassen sich in der Planung bei erhöhtem Leerstand bei den Bestandsobjekten punktuell höhere Instandhaltungen beobachten.

292. Bei den sonstigen Kosten ist der Rückgang der Quote von 4,2% im Jahr 2016 auf 1,7% im Jahr 2021 beobachtbar, sodass dieser Posten von EUR 5,9 Mio. im Jahr 2016 bis auf EUR 4,3 Mio. im Jahr 2017 absinkt. Die hohe Skalierbarkeit der operativen Tätigkeit der TLG ermöglicht es hierbei die sonstigen Kosten in Relation zu den Mieterlösen kontinuierlich über den Planungszeitraum zu senken. Die einmalige Erhöhung der sonstigen Kosten im Jahr 2020 ist auf eine Vielzahl von Neuvermietungen und damit einhergehende Vermietungskosten zurückzuführen.

293. Das Ergebnis aus der Vermietung steigt insgesamt von EUR 125,6 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 223,7 Mio. im Jahr 2021 oder um rd. 12,2% p.a. Die entsprechende Marge zeigt im Planungszeitraum eine positive Tendenz. Sie beträgt im Jahr 2016 87,0% und steigt bis zum Jahr 2021 um rd. 2,8%-Punkte auf 89,8%. Der Anstieg der Marge resultiert insbesondere aus einer erhöhten Umlagefähigkeit bei den Betriebskosten, u.a. durch insgesamt sinkenden Leerstand, und aus niedrigeren sonstigen Kosten.

5.1.3.3. Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)

294. Im Rahmen der Analyse der Planungsrechnung werden im Folgenden die Aufwandsposten, die zum operativen Ergebnis (EBIT) der TLG führen, analysiert.

Operatives Ergebnis (EBIT)

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					CAGR '16-'21
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Mieterlöse	116,2	129,0	144,4	158,0	173,6	191,4	214,7	249,2	
Wachstum (in %)		11,0%	12,0%	9,4%	9,8%	10,3%	12,2%	16,1%	
Ergebnis aus der Vermietung	100,3	114,1	125,6	138,7	155,2	171,1	189,6	223,7	
Marge (in %)	86,3%	88,5%	87,0%	87,8%	89,4%	89,4%	88,4%	89,8%	
Personalaufwand	17,4	12,8	11,3	11,7	12,2	13,2	14,0	14,8	5,7%
Personalaufwandsquote (in %)	14,9%	9,9%	7,8%	7,4%	7,0%	6,9%	6,5%	6,0%	
Sonstige betriebliche Erträge	16,8	4,2	0,8	1,4	1,0	1,0	1,1	1,1	8,1%
sbE-Quote (in %)	14,5%	3,2%	0,5%	0,9%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	15,7	7,9	7,1	12,1	8,7	9,6	8,7	9,1	5,0%
sbA-Quote (in %)	13,5%	6,1%	4,9%	7,6%	5,0%	5,0%	4,0%	3,7%	
EBITDA	84,0	97,6	108,0	116,3	135,2	149,2	168,1	200,9	13,2%
Marge (in %)	72,3%	75,7%	74,8%	73,6%	77,9%	78,0%	78,3%	80,6%	
Abschreibungen	1,2	0,8	0,6	0,4	1,0	1,0	1,0	1,0	12,1%
EBIT	82,8	96,8	107,4	115,9	134,2	148,3	167,1	199,9	13,2%
Marge (in %)	71,3%	75,1%	74,4%	73,4%	77,3%	77,5%	77,8%	80,2%	
FFO (nachrichtlich)	52,4	64,0	76,9	92,6	105,6	116,4	128,2	149,5	14,2%
Wachstum (in %)		22,2%	20,1%	20,5%	14,0%	10,2%	10,2%	16,6%	
Marge (in %)	45,1%	49,6%	53,2%	58,6%	60,9%	60,8%	59,7%	60,0%	

295. Das EBITDA steigt im Planungszeitraum von EUR 108,0 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 200,9 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einem Anstieg der EBITDA-Marge von 74,8% im Jahr 2016 auf 80,6% im Jahr 2021.

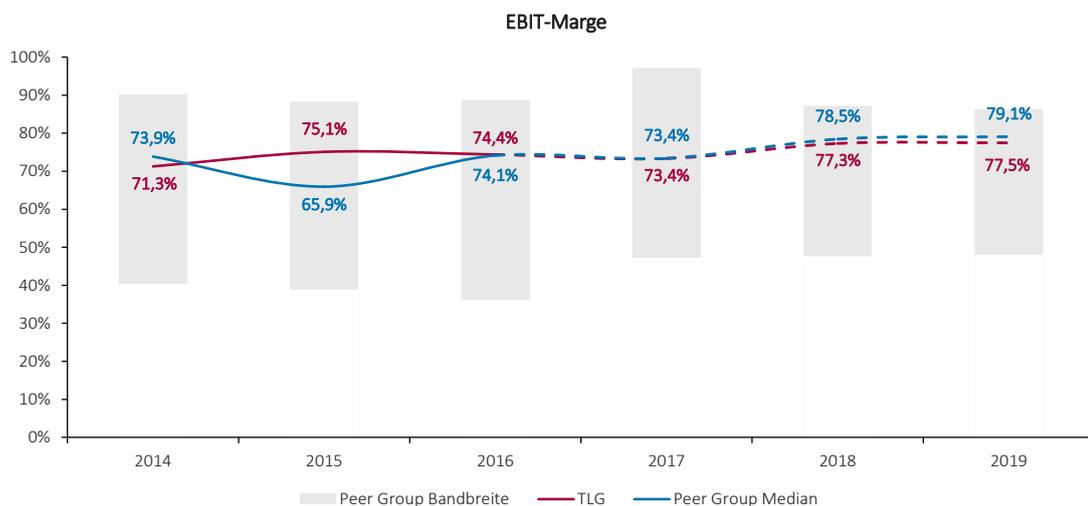
296. Der Anstieg der EBITDA-Marge ist im Wesentlichen durch die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells der TLG zu erklären. Der Anstieg der Mieterlöse aufgrund der Immobilienankäufe geht nicht mit einem entsprechenden Anstieg des Personalaufwands und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen einher, da viele Funktionsbereiche zentral abgewickelt werden. So kann ein gewisser zusätzlicher Immobilienbestand mit dem bestehenden Personal bewirtschaftet werden. Bei zusätzlichem Personalbedarf kann außerdem auf bereits vorhandene Strukturen zurückgegriffen werden. Dies trifft auch auf die sonstigen betrieblichen Aufwendungen zu. So erfordern zusätzliche Immobilienobjekte nur geringfügig höhere Ausgaben z.B. für Marketing oder Beratungsleistungen.

297. Durch diese Skaleneffekte sinkt die Personalaufwandsquote von 7,8% im Jahr 2016 auf 6,0% im Jahr 2021. Der Personalaufwand steigt durch die umfassenden Akquisitionen dennoch von EUR 11,3 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 14,8 Mio. im Jahr 2021.

298. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen steigen von EUR 7,1 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 9,1 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einer Abnahme der Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 4,9% im Jahr 2016 auf 3,7% im Jahr 2021. Im Jahr 2017 erhöht sich

dieser Posten einmalig auf EUR 12,1 Mio. bedingt durch die Übernahme der WCM und damit einhergehende Kosten.

299. Die geplanten Abschreibungen über den Planungszeitraum i.H.v. rd. EUR 1,0 Mio. pro Jahr entfallen zu einem wesentlichen Teil i.H.v. rd. EUR 0,8 Mio. auf sonstige Vermögenswerte. Diese bestehen zum überwiegenden Teil aus gewährten Mietincentives, die über die Laufzeit des korrespondierenden Mietvertrags abgeschrieben werden. Die restlichen Abschreibungen i.H.v. EUR 0,2 Mio. pro Jahr entfallen auf selbstgenutzte Immobilien. Da die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien nach IFRS zum beizulegenden Zeitwert bilanziert werden, erfolgt in der Planungsrechnung keine planmäßige Abschreibung dieser Immobilien.
300. Das EBIT beträgt im Jahr 2016 EUR 107,4 Mio. und steigt auf EUR 199,9 Mio. im Jahr 2021. Der Anstieg des EBIT resultiert aus der gestiegenen Marge des Ergebnisses aus der Vermietung, der Verbesserung der Personalaufwandsquote und der Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Dies entspricht einem Anstieg der EBIT-Marge von 74,4% im Jahr 2016 auf 80,2% im Jahr 2021.



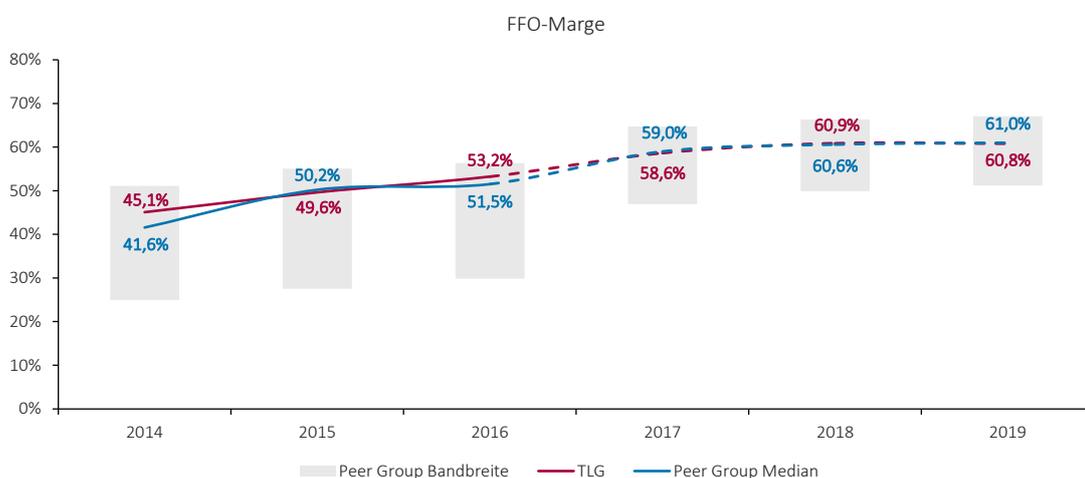
301. Die TLG erwartet im Planungszeitraum EBIT-Margen, die knapp unter dem für die Peer Group-Unternehmen prognostizierten Median und innerhalb der von den Analysten für die Peer Group-Unternehmen geschätzten Bandbreite liegen. Während die Analysten für die Peer Group-Unternehmen im Median eine EBIT-Marge von 73,4% bis 79,1% für den Zeitraum 2017 bis 2019 erwarten, plant die TLG einen Anstieg der EBIT-Marge von 74,4% im Jahr 2016 auf 77,5% im Jahr 2019. Aufgrund der weiteren Portfolioakquisitionen in den Jahren 2020 und 2021 steigt die EBIT-Marge der TLG auf bis zu 80,2% im Jahr 2021 an und orientiert sich damit langfristig relativ eng an dem erwarteten Median der Peer Group-Unternehmen.⁶⁹ Über die Jahre 2017 bis 2019 beträgt die durchschnittliche EBIT-Marge der Peer Group-Unternehmen rd. 72,5%.

⁶⁹ Analystenschätzungen für das EBIT der Peer Group liegen in ausreichender Anzahl nur bis zum Jahr 2019 vor.

302. In der Immobilienbranche spielt die Kennzahl Funds from Operations (FFO) eine wichtige Rolle, da sie die operative Rentabilität eines Unternehmens besser abbilden kann als herkömmliche Kennzahlen. Daher haben wir im Folgenden auch die geplanten FFO betrachtet.

303. Wie auch die Mieterlöse, zeigen die FFO ein starkes Wachstum aufgrund der angenommenen Akquisitionen in der Planungsrechnung der TLG. Im Jahr 2016 betrug die FFO EUR 76,9 Mio. Bis zum Jahr 2021 plant die Gesellschaft mit einem Anstieg auf EUR 149,5 Mio., was einer jährlichen Wachstumsrate von 14,2% entspricht. Gleichzeitig nimmt auch die FFO-Marge von 53,2% im Jahr 2016 auf 60,0% im Jahr 2021. Die Margenverbesserung resultiert aus Skaleneffekten in Bezug auf die Personalaufwendungen und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen zum Ende der Planung.

304. Die geplante FFO-Marge haben wir ebenfalls einem Vergleich mit den erwarteten Margen der Peer Group-Unternehmen unterzogen:



305. Sowohl in der Historie als auch über die Planungsperioden entspricht die FFO-Marge der TLG nahezu dem Median der Peer Group-Unternehmen. Lediglich im Jahr 2014 lag der Wert der TLG mit 45,1% etwas deutlicher über dem Peer Group-Median von 41,6%. Über die Jahre 2014 bis 2019 ist außerdem bei der TLG und der Peer Group ein leichter Anstieg der FFO-Marge zu beobachten. Im Jahr 2019 liegt die geplante FFO-Marge der TLG fast gleichauf mit der Marge der Peer Group-Unternehmen bei 60,8% bzw. 61,0%.

5.1.3.4. Finanzergebnis

306. Das Finanzergebnis setzt sich historisch aus den Zinsaufwendungen für die verzinslichen Verbindlichkeiten, Zinserträgen aus der Verzinsung der operativ notwendigen liquiden Mittel und dem Ergebnis aus der Neubewertung von Finanzinstrumenten zusammen.

307. Die beiden Posten Zinsertrag und Neubewertung von Finanzinstrumenten sind in der Planung mit einem Wert von Null enthalten. Nur im Gesamtjahr 2017 entstehen noch Erträge aus diesen beiden Posten, da diese bereits im ersten Halbjahr 2017 angefallen sind. Die Erträge aus der

Neubewertung von Finanzinstrumenten haben wir jedoch bereits durch die Korrektur der Aufwandsbilanz erfasst und somit aus der Planung eliminiert. Die Verzinsung der operativ notwendigen liquiden Mittel ist zu 0,0% angenommen, da der durchschnittliche jährliche Kassenbestand i.d.R. deutlich niedriger als der Jahresendwert ist. Dies resultiert aus dem hohen Umschlag der liquiden Mittel.

- 308. Somit besteht das Finanzergebnis für die Jahre 2017 bis 2021 grundsätzlich nur aus dem Zinsaufwand, welcher durch die Neuaufnahme von Krediten von EUR 25,7 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 39,5 Mio. im Jahr 2021 mit einer jährlichen Wachstumsrate von 9,0% steigt. Im Jahr 2017 entsteht ein einmaliger zusätzlicher Zinsaufwand aus der umfassenden Refinanzierung der Fremdkapitalfinanzierung.
- 309. Der steigende Zinsaufwand bei gleichzeitig nahezu konstanten impliziten Zinssätzen von rd. 2,1% entsteht aus der Fortschreibung der bestehenden Darlehen, der Prolongation und soweit erforderlich aus der teilweisen Fremdkapitalfinanzierung von neu erworbenen Immobilienobjekten. Im Vergleich zu den historischen Werten, zeigt sich bei der TLG eine Tendenz zu niedrigeren Zinssätzen. Dies ist u.a. darauf zurückzuführen, dass Darlehen, die vor einigen Jahren noch zu damals höheren Marktzinsen aufgenommen wurden, langsam auslaufen und zu günstigeren Konditionen refinanziert werden.

5.1.3.5. Jahresüberschuss

- 310. Die Ertragsteuern der TLG setzen sich aus Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer sowie Solidaritätszuschlag zusammen. In der Planung setzt die TLG einen Steuersatz von rd. 30,7% auf das zu versteuernde Einkommen an. Diese Quote ergibt sich aus dem Körperschaftsteuersatz i.H.v. rd. 15,8% (15% plus 5,5% Solidaritätszuschlag) und dem Gewerbesteuersatz von rd. 14,8% (bei einem durchschnittlichen Hebesatz von 424%). Aktuell prüft die Gesellschaft, ob durch gesellschaftsrechtliche Maßnahme die Nutzung des erweiterten Gewerbesteuerabzugs möglich ist. Da diese Maßnahme aktuell nicht hinreichend konkret umgesetzt ist, wurde dies in der geplanten Steuerrate nicht berücksichtigt.
- 311. Bei der Planung der Steuern vom Einkommen und Ertrag haben wir latente Steuern vereinfachend weder in der Planung der Steuern vom Einkommen und Ertrag noch in der Planung der aktiven und passiven latenten Steuern berücksichtigt. Grund hierfür ist, dass latente Steuern keinen Steuervorteil der Fremdfinanzierung („Tax Shield“) generieren sowie nicht zahlungswirksam und somit bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse nicht relevant sind.
- 312. Die Planung der zahlungswirksamen Steuern vom Einkommen und Ertrag wurde anhand des steuerrechtlichen Ergebnisses vor Ertragsteuern (EBT) und des Steuersatzes von 30,7% ermittelt. Das steuerliche Ergebnis wurde ausgehend vom EBT nach IFRS abgeleitet und im Wesentlichen um die unterschiedliche Behandlung von Instandhaltungskosten und Abschreibungen von Immobilienvermögen nach IFRS und Steuerrecht korrigiert.

313. Des Weiteren haben wir die körperschaftsteuerlichen und gewerbsteuerlichen Verlustvorträge i.H.v. jeweils EUR 235,0 Mio. in unsere Berechnungen miteinbezogen. Da die Anwendbarkeit dieser Verlustvorträge mit Unsicherheit behaftet ist, haben wir den entsprechenden Steuervorteil wahrscheinlichkeitsgewichtet angesetzt. Auf Grundlage diverser steuerlicher Einschätzungen geht die TLG davon aus, dass die Verlustvorträge mit einer Wahrscheinlichkeit von 37,5% nutzbar sind.
314. Im Ergebnis fallen im Planungszeitraum zahlungswirksame Steuern vom Einkommen und Ertrag i.H.v. EUR 2,3 Mio. im Jahr 2017 und EUR 13,2 Mio. im Jahr 2021 an. Der effektive Steuersatz beträgt 2,9% im Jahr 2017 und steigt auf 8,2% im Jahr 2021 an.
315. Der Jahresüberschuss der TLG erhöht sich über den Planungszeitraum kontinuierlich von EUR 94,1 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 147,2 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 9,4%.

5.1.3.6. Bilanzplanung

316. Im Rahmen der Bewertungstätigkeit wurden die der Bewertung zugrundeliegenden Plan-Bilanzen der TLG für die Jahre 2017 bis 2021 nachvollzogen und im Folgenden analysiert:⁷⁰

Bilanz

Aktiva

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
Immaterielle Vermögenswerte	1,7	1,6	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	2,3%
Als Finanzinvestition geh. Immobilien	1.489,6	1.739,5	2.285,3	2.368,0	2.720,1	3.144,6	3.624,0	4.147,9	12,7%
Eigengenutzte Immobilien	12,9	9,3	6,1	6,2	6,1	5,9	5,8	5,6	-1,7%
Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausst.	1,2	0,5	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-18,3%
Andere Sachanlagen	8,4	9,2	10,0	9,9	9,1	8,2	7,4	6,6	-8,0%
Sachanlagen	1.512,2	1.758,5	2.302,0	2.384,3	2.735,4	3.158,9	3.637,3	4.160,3	12,6%
Finanzanlagen	8,4	16,8	4,9	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,4%
Anlagevermögen	1.522,2	1.776,8	2.308,3	2.392,5	2.743,6	3.167,2	3.645,6	4.168,5	12,5%
Vorräte	1,5	1,1	-0,9%						
Forderungen und sonst. Vermögensw.	35,7	21,0	14,4	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	0,3%
Liquide Mittel	152,6	183,7	122,7	25,0	27,5	30,3	34,0	39,4	-20,3%
Sonstiges Umlaufvermögen	26,0	16,8	3,5	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	-11,6%
Umlaufvermögen	215,8	222,6	141,7	42,6	45,0	47,8	51,5	57,0	-16,7%
Summe Aktiva	1.738,0	1.999,5	2.450,0	2.435,1	2.788,7	3.215,0	3.697,1	4.225,5	11,5%

⁷⁰ Bilanzwerte beziehen sich jeweils auf den 31. Dezember des Jahres.

317. **Anlagevermögen**

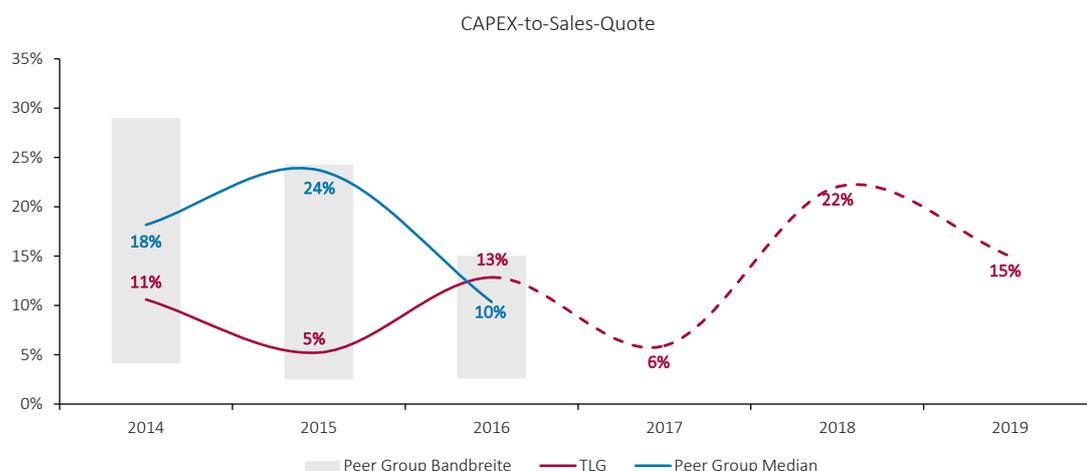
Die Bilanzsumme nimmt im Detailplanungszeitraum von EUR 2.450,0 Mio. im Jahr 2016 um durchschnittlich 11,5% jährlich auf EUR 4.225,5 Mio. im Jahr 2021 zu. Während das Anlagevermögen von EUR 2.308,3 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 4.168,5 Mio. im Jahr 2021 zunimmt, sinkt das Umlaufvermögen von EUR 141,7 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 57,0 Mio. im Jahr 2021.

318. In den immateriellen Vermögenswerten werden Softwarelizenzen erfasst. Über den Planungszeitraum plant die TLG vereinfachend bei diesem Posten mit einem konstanten Wert i.H.v. EUR 1,6 Mio.

319. Den größten Posten des Anlagevermögens stellen Sachanlagen und hier insbesondere die als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien dar. Insgesamt steigen die als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien im Planungszeitraum durch Ankaufsaktivitäten von EUR 2.285,3 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 4.147,9 Mio. im Jahr 2021. Damit nimmt dieser Posten durchschnittlich um 12,7% jährlich zu.

320. Die geplante Entwicklung ist einerseits auf die geplanten Immobilienankäufe zurückzuführen. Nachdem im Jahr 2017 bedingt durch die Übernahme der WCM nur Ankäufe i.H.v. EUR 111,1 Mio. vorgesehen sind, plant die TLG für das Jahr 2018 Zukäufe i.H.v. EUR 350,0 Mio. Das Ankaufsvolumen nimmt jährlich um EUR 50,0 Mio. zu und erreicht planmäßig EUR 500,0 Mio. im Jahr 2021. Andererseits werden auch Investitionen, in Form von Instandhaltungsinvestitionen und Mieterausbauten, in den Immobilienbestand eingeplant. Diese Investitionen betragen EUR 9,3 Mio. im Jahr 2017, EUR 38,1 Mio. im Jahr 2018 und sinken anschließend bis auf EUR 24,0 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einer Investitionsquote von 0,4% im Jahr 2017 bis 1,6% im Jahr 2018.

321. Die geplanten laufenden Investitionen in den Immobilienbestand exklusive Akquisitionen („CAPEX“) als Quote der Mieterlöse („Sales“) haben wir im Folgenden ebenfalls mit den Peer Group-Unternehmen verglichen:



322. Da keine belastbaren Analystenschätzungen für die Investitionen in den Immobilienbestand exklusive Akquisitionen vorliegen, stellen wir beim Vergleich mit der Peer Group auf historische Werte ab. Der Median für die Peer Group-Unternehmen liegt über die Jahre 2014 bis 2016 zwischen 10,4% und 23,7%. Die Quote der TLG liegt im gleichen Zeitraum mit 5,2% bis 12,8% durchweg in der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen. Die geplante CAPEX-to-Sales-Quote der TLG liegt in den Jahren 2017 bis 2019 mit 5,9%, 22,0% und 15,0% ebenfalls in der historischen Peer Group-Bandbreite. Generell ist die Quote der Investitionen zu den Mieterlösen bei allen Unternehmen größeren Schwankungen ausgesetzt, da der Investitionsbedarf i.d.R. von der individuellen Altersstruktur des Immobilienportfolios sowie der Entwicklung des Vermietungsstands abhängt.
323. In den Sachanlagen bilanziert die TLG außerdem eigengenutzte Immobilien, Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie andere Sachanlagen. Auf diese Posten entfallen die geplanten Abschreibungen. Da keine Erweiterungsinvestitionen in diese Posten geplant sind, nehmen die Bilanzwerte über den Planungszeitraum kontinuierlich ab.
324. Die Finanzanlagen bestehen aus Anzahlungen für Immobilien und anderen langfristigen Finanzanlagen. Dieser Posten steigt im Jahr 2017 in geringem Umfang von EUR 4,9 Mio. auf EUR 6,7 Mio. und bleibt danach über den Planungszeitraum konstant.
325. **Umlaufvermögen**
- Die Zunahme des Anlagevermögens von 2016 bis 2021 wird durch die Abnahme des Umlaufvermögens von EUR 141,7 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 57,0 Mio. im Jahr 2021 teilweise kompensiert. Dieser Rückgang entspricht einer Abnahme des Umlaufvermögens von durchschnittlich 16,7% jährlich.
326. Die Vorräte der TLG bestehen vollständig aus Immobilien im Vorratsvermögen und werden über die Jahre 2017 bis 2021 als konstant i.H.v. EUR 1,1 Mio. geplant.
327. Die Forderungen und sonstigen Vermögenswerte bestehen zum Großteil aus Forderungen aus Lieferung und Leistung und anderen Forderungen und Vermögenswerten. Forderungen aus Ertragsteuern machen mit konstant EUR 0,2 Mio. im Planungszeitraum nur einen geringen Teil dieses Postens aus. Die Forderungen aus Lieferung und Leistungen werden ebenfalls konstant mit EUR 4,9 Mio. geplant, was einen leichten Rückgang gegenüber dem Wert am Ende des Jahres 2016 i.H.v. EUR 6,0 Mio. darstellt. Die anderen Forderungen und Vermögenswerte bestehen hauptsächlich aus Abgrenzungsposten und übrigen sonstigen Vermögenswerten und steigen von EUR 7,1 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 9,5 Mio. im Jahr 2017 und werden dann im übrigen Planungszeitraum konstant geplant.
328. Die liquiden Mittel nehmen zuerst von EUR 122,7 Mio. in der bereinigten Bilanz 2016 auf EUR 25,0 Mio. zum Ende des Jahres 2017 ab. Diese Abnahme ist im Wesentlichen auf die im Geschäftsjahr 2017 getätigten Immobilienakquisitionen zurückzuführen. Danach folgt ein stetiger Anstieg der liquiden Mittel auf EUR 39,4 Mio. im Jahr 2021. Ausgehend von einem laut der

TLG aktuell notwendigen operativen Mindestkassenbestand von EUR 25,0 Mio. wurde im Planungszeitraum ein operativer Mindestkassenbestand i.H.v. konstant rd. 15,8% der Mieterlöse angenommen. Liquide Mittel, die über den operativen Mindestkassenbestand hinausgehen, werden annahmegemäß vollständig ausgeschüttet.

329. In die Aufsatzbilanz für das Jahr 2016 geht das sonstige Umlaufvermögen nur noch mit EUR 3,5 Mio. in das Umlaufvermögen ein. Zum Ende des Jahres 2017 und für den gesamten Planungszeitraum plant die Gesellschaft einen konstanten Bestand von EUR 1,9 Mio. In der Bilanz des Jahres 2016 enthielt das sonstige Umlaufvermögen noch andere kurzfristige Finanzanlagen i.H.v. EUR 0,9 Mio. und aktive latente Steuern i.H.v. EUR 2,7 Mio. Im Planungszeitraum werden jedoch nur noch die anderen kurzfristigen Finanzanlagen mit einem Wert von EUR 1,9 Mio. bilanziert.
330. Die Planung der Aktivposten mit Ausnahme der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien und der liquiden Mittel erfolgt somit stark vereinfacht. Unter Wesentlichkeitsgesichtspunkten erscheint das Vorgehen vertretbar.
331. Die Passivseite der Bilanz beinhaltet neben den verzinslichen und unverzinslichen Verbindlichkeiten auch Rückstellungen sowie das Eigenkapital, welches auf Basis der integrierten Planungsrechnung abgeleitet wird:⁷¹

Bilanz

Passiva

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
Eigenkapital	748,0	967,9	1.129,5	1.145,4	1.317,9	1.509,5	1.721,4	1.963,3	11,7%
Andere kurzfristige Rückstellungen	5,7	2,4	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	-3,0%
Passive latente Steuern	150,5	185,9	217,7	217,7	217,7	217,7	217,7	217,7	0,0%
Rückstellungen	156,2	188,3	219,5	219,3	219,3	219,3	219,3	219,3	0,0%
Verb. ggü. Kreditinstituten (kurzfr.)	39,3	36,0	65,2	50,2	50,2	50,2	50,2	50,2	-5,1%
Verb. ggü. Kreditinstituten (langfr.)	731,1	746,7	975,2	915,5	1.091,9	1.316,3	1.571,8	1.857,1	13,8%
Kontokorrentkredit	-	-	-	57,4	62,0	72,4	87,1	88,3	
Pensionsverbindlichkeiten	8,2	8,1	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	-0,2%
Langfristige Finanzinstrumente	17,8	15,9	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	0,0%
Verzinsliche Verbindlichkeiten	796,5	806,7	1.054,4	1.036,9	1.217,9	1.452,7	1.722,9	2.009,4	13,8%
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	37,4	36,6	46,6	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	-6,4%
Summe Passiva	1.738,0	1.999,5	2.450,0	2.435,1	2.788,7	3.215,0	3.697,1	4.225,5	11,5%

332. **Eigenkapital**

Das Eigenkapital beträgt in der bereinigten Aufsatzbilanz für das Jahr 2016 EUR 1.129,5 Mio. Insgesamt steigt das Eigenkapital im Planungszeitraum bis zum Jahr 2021 kontinuierlich auf EUR 1.963,3 Mio. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von

⁷¹ Bilanzwerte beziehen sich jeweils auf den 31. Dezember des Jahres.

11,7%. Diese Entwicklung ist besonders durch die geplanten jährlichen Kapitalerhöhungen getrieben. Im Jahr 2018 wird eine Kapitalerhöhung um EUR 137,2 Mio., im Jahr 2019 um EUR 154,2 Mio., im Jahr 2020 um EUR 172,3 Mio. und im Jahr 2021 um EUR 192,5 Mio. geplant. Die Kapitalerhöhungen dienen zur Finanzierung der im Planungszeitraum vorgesehenen Immobilienakquisitionen, die mit einem Anteil von 40% eigenfinanziert werden.

333. Zusätzlich wachsen die Gewinnrücklagen durch die erwirtschafteten Bilanzgewinne von EUR 515,1 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 684,2 Mio. im Jahr 2021. Mit den steigenden Jahresüberschüssen steigen auch die von der Gesellschaft geplanten Ausschüttungen von EUR 60,7 Mio. im Jahr 2017 auf EUR 97,8 Mio. im Jahr 2021. Die Höhe der von der Gesellschaft geplanten Ausschüttungen wurde unverändert übernommen. Für Bewertungszwecke wurde eine Ausschüttung jeweils zum Ende der jeweiligen Planperiode angenommen.

334. Rückstellungen

Der Bilanzposten Rückstellungen besteht aus anderen kurzfristigen Rückstellungen und passiven latenten Steuern. Die kurzfristigen Rückstellungen bestehen im Jahr 2016 i.H.v. EUR 1,8 Mio. und werden nahezu konstant mit EUR 1,6 Mio. fortgeplant. Darin enthalten sind Rückstellungen für Prozessrisiken.

335. Die passiven latenten Steuern betragen zum Ende des Jahres 2016 EUR 217,7 Mio. und resultieren im Wesentlichen aus den Aufwertungen des Immobilienbestands. Im Gegensatz zur originären Planung der TLG entwickelt sich dieser Posten in den der Bewertung zugrunde liegenden Planbilanzen konstant fort. Dies gewährleistet, dass nicht zahlungswirksame Effekte aus latenten Steuern nicht in die Cashflow-Ableitung einbezogen werden.

336. Verbindlichkeiten

Die Verbindlichkeiten setzen sich aus verzinslichen und unverzinslichen Verbindlichkeiten zusammen. Insgesamt ist eine Zunahme der Verbindlichkeiten geplant. Die verzinslichen Verbindlichkeiten nehmen im Planungszeitraum von EUR 1.054,4 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 2.009,4 Mio. im Jahr 2021 zu:

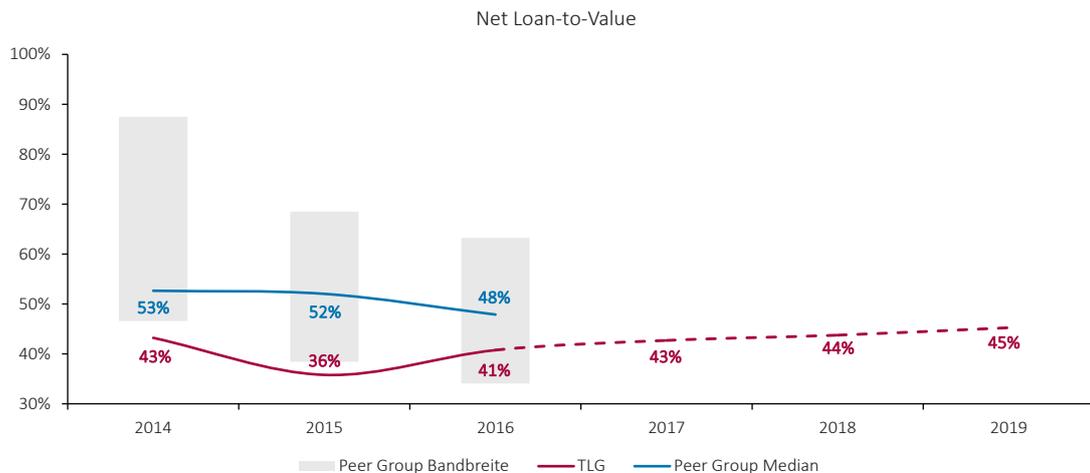
Net Loan-to-Value-Quote

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
Verzinsliche Verbindlichkeiten	796,5	806,7	1.054,4	1.036,9	1.217,9	1.452,7	1.722,9	2.009,4	13,8%
Liquide Mittel	152,6	183,7	122,7	25,0	27,5	30,3	34,0	39,4	-20,3%
Verzinsliche Verbindlichkeiten (netto)	643,9	623,0	931,6	1.011,9	1.190,5	1.422,5	1.689,0	1.970,0	
Immobilienbestand gesamt	1.489,6	1.739,5	2.285,3	2.368,0	2.720,1	3.144,6	3.624,0	4.147,9	12,7%
Net Loan-to-Value-Quote (in %)	43,2%	35,8%	40,8%	42,7%	43,8%	45,2%	46,6%	47,5%	

337. Maßgeblich für die beschriebene Zunahme ist die Neuaufnahme von Bankdarlehen zur Finanzierung der geplanten Immobilienakquisitionen. Dadurch nehmen die gesamten Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, bestehend aus kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten,

von EUR 1.040,4 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 1.907,3 Mio. im Jahr 2021 zu. Die Planung der Finanzverbindlichkeiten basiert grundsätzlich auf den vertraglichen Darlehensbedingungen und der Annahme, dass endfällige Darlehen durch die Gesellschaft refinanziert werden. Die Refinanzierung erfolgt jeweils zu den durchschnittlichen Fremdkapitalkonditionen der Gesellschaft. Zur Finanzierung der geplanten Akquisitionen von Immobilien geht die TLG von einem Anteil der Fremdfinanzierung am Akquisitionsvolumen von 60% aus. In den Jahren 2017 bis 2021 benötigt die TLG zusätzlich einen Kontokorrentkredit um Teile der vorgenommenen und für Bewertungszwecke phasengleich angenommenen Ausschüttungen zu finanzieren.

- 338. Weitere Bestandteile der verzinslichen Verbindlichkeiten stellen Pensionsverbindlichkeiten und langfristige Finanzinstrumente dar. Beide Bilanzposten werden mit konstanten Werten von EUR 8,3 Mio. bzw. EUR 5,6 Mio. geplant. Für die Pensionsverbindlichkeiten entstehen aufgrund der Schließung der Pensionszusagen keine neuen Anwartschaften im Planungszeitraum.
- 339. Um die geplante Entwicklung der verzinslichen Verbindlichkeiten zu plausibilisieren, haben wir die Net LTV-Quote auf Konzernebene ebenfalls einem Vergleich mit den Peer Group-Unternehmen unterzogen. Für den Gesamtkonzern errechnet sich die Net LTV-Quote aus dem Quotienten der Nettoverschuldung (verzinsliche Verbindlichkeiten abzüglich der liquiden Mittel) und dem Wert der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien.



- 340. Da für die Net LTV-Quote der Peer Group-Unternehmen keine Analystenschätzungen vorliegen, stellen wir bei der Analyse nur auf historische Werte ab. In den Jahren 2014 bis und 2015 lag die Net LTV-Quote der TLG mit 43% und 36% unterhalb der ermittelten Peer Group-Bandbreite. Im Jahr 2016 erhöhte sich die Quote der TLG wieder auf 41% und lag damit am unteren Ende der Bandbreite. Die geplante Entwicklung der Net LTV-Quote verläuft relativ konstant mit Werten zwischen 43% und 45% und liegt damit nah am Median und Durchschnitt der historisch beobachtbaren Bandbreite. Die TLG selbst hat langfristig eine Obergrenze für die Net LTV-Quote von 45% als Ziel ausgegeben.⁷² Diese Ziel-Quote wird in der Detailplanung leicht überschritten,

⁷² Vgl. TLG, Geschäftsbericht 2016, S. 6.

entwickelt sich danach aber rückläufig, so dass die Net LTV-Quote in der Fortführungsphase wieder unter 45% fällt und das Ziel der Gesellschaft langfristig somit erreicht wird.

341. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten bestehen aus Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, Steuerverbindlichkeiten und anderen lang- und kurzfristigen Verbindlichkeiten. Bei all diesen Posten ist im Jahr 2017 ein Rückgang zu beobachten, wodurch die unverzinslichen Verbindlichkeiten insgesamt von EUR 46,6 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 33,5 Mio. im Jahr 2017 sinken. Danach plant die TLG einen konstanten Bestand der unverzinslichen Verbindlichkeiten. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen machen dabei mit EUR 16,0 Mio. etwa die Hälfte aus. Steuerverbindlichkeiten bestehen i.H.v. EUR 2,7 Mio. und andere Verbindlichkeiten i.H.v. EUR 14,8 Mio.
342. Die Planung der Passivposten erfolgt für untergeordnete Bilanzposten vereinfacht. Die wesentlichen Bilanzposten Eigenkapital und verzinsliche Verbindlichkeiten bilden die zentralen Annahmen der Ertragsplanung sachgerecht ab.
343. Zusammengefasst sind wir von der Bilanzplanung der Gesellschaft bei den Posten liquide Mittel und Kontokorrentkredit abgewichen. Die liquiden Mittel wurden auf Basis des operativ notwendigen Mindestkassenbestands geplant, während sich der Kontokorrentkredit aus dem Finanzierungsbedarf aufgrund der phasengleichen Ausschüttungen ergibt. Außerdem wurde die Aufsatzbilanz, wie in Kapitel 3.1.4. (Tz. 103 ff) bereits geschildert angepasst.

5.1.3.7. Ergebnis der Analyse der Planungsrechnung

344. Zur Gewährleistung einer konsistenten Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten sind die wesentlichen Annahmen und Prämissen der Planungsrechnung analysiert und im Rahmen einer Benchmarking-Analyse plausibilisiert worden.
345. Der Planungsprozess der TLG folgt grundsätzlich einem „Bottom-Up“-Prozess, in dem strategische Ziele zwar „Top-Down“ vorgegeben werden, die Planung der Mieterlöse, Betriebs- und Nebenkosten und der Investitionen jedoch auf Ebene der jeweiligen Immobilie durch Portfolio-Manager erfolgt. Die Planung auf Basis der einzelnen Objekte und unter Einbezug der individuellen Mietverträge und Mietkonditionen stellt sicher, dass die auf Konzernebene abgeleiteten Erlöse und Kosten die zukünftige Entwicklung des Gesamtportfolios adäquat abbilden.
346. Die geplante Entwicklung der Mieterlöse ist außerdem durch geplante Ankäufe von Immobilien getrieben. Wir haben das geplante Volumen sowohl mit den historischen Werten als auch der aktuellen und zukünftig erwarteten Transaktionsvolumina am Gewerbeimmobilienmarkt abgeglichen und halten die Planung der TLG insgesamt für ambitioniert, aber plausibel. Die Entwicklung der geplanten Mietrendite auf das Gesamtportfolio spiegelt ebenso das steigende Ankaufsvolumen wider und nimmt über den Planungszeitraum ab. Diese Annahme deckt sich mit den Erwartungen für den Gesamtmarkt.

347. Der Vergleich der Wachstumsraten der Mieterlöse mit den Peer Group-Unternehmen zeigt, dass das geplante Wachstum zwar über den Analystenerwartungen für die Peer Group-Unternehmen liegt, historisch jedoch bereits Wachstumsraten von rd. 10% zu beobachten waren. Somit erscheint das Wachstum der Mieterlöse, wie auch das Ankaufsvolumen ambitioniert, aber insgesamt plausibel.
348. Die geplanten EBIT- und FFO-Margen liegen in der Bandbreite der Analystenschätzungen für die Peer Group-Unternehmen und i.d.R. sehr nah am Median. Sie berücksichtigen ebenfalls die detailliert auf Basis der einzelnen Objekte entstehenden Instandhaltungsaufwendungen und die nicht-umlagefähigen Betriebskosten in Abhängigkeit vom Leerstand. Somit erscheint die Entwicklung der Margen insgesamt plausibel, wenngleich davon auszugehen ist, dass geplante Skaleneffekte langfristig aufgrund des hohen Akquisitionsvolumens nicht fortbestehen.
349. Die Net LTV-Quote der TLG lag in der Vergangenheit regelmäßig unterhalb der beobachtbaren Bandbreite der Peer Group-Unternehmen und steigt auch in der Planung nur in den unteren Bereich der historischen Bandbreite. Dies steht jedoch in Einklang mit der eher konservativen Finanzierungsstruktur der Gesellschaft und der Zielvorgabe, auch in Zukunft eine relativ niedrige Fremdfinanzierungsquote beizubehalten.
350. Die Planungsrechnung wurde, mit Ausnahme des Finanzergebnisses, der Steuerplanung und der Planung der liquiden Mittel für die Stand Alone-Bewertung unangepasst übernommen. Aufgrund der von uns durchgeführten Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, der Planung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanzplanung inklusive Preis-/Mengengerüst, den Benchmarking-Analysen mit den Peer Group-Unternehmen, den mit dem Management der TLG geführten Gesprächen und der Analyse des Planungsprozesses erachten wir die die Planungsrechnung als insgesamt ambitioniert, aber plausibel. Es besteht allerdings im Vergleich zur WCM ein höheres Risiko, dass die geplanten Akquisitionen sich aufgrund eines veränderten Umfelds im Immobilienmarkt nicht in der erwarteten Höhe bzw. nicht zu den erwarteten Konditionen realisieren lassen, was entsprechende Auswirkungen auf die erwarteten Margen haben könnte. Dieses Risiko wurde bei der Ableitung der Kapitalkosten berücksichtigt.

5.2. Konvergenz- und Fortführungsphase

351. Bei der Ermittlung des Werts des Eigenkapitals anhand der Ertragswertmethode wird bei der Diskontierung zukünftiger Zahlungsströme, bei Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens, in zwei Planungsphasen unterschieden. Die erste Phase (Detailplanungsphase) besteht aus einer endlichen Anzahl von Perioden und umfasst in der Regel 3 bis 5 Jahre. In einer sich ggf. direkt daran anschließenden sog. Fortführungs- oder Rentenphase wird für die Ermittlung des Fortführungswerts von einer kontinuierlichen Entwicklung der Unternehmensüberschüsse über einen unendlichen Zeitraum mit einer konstanten Wachstumsrate ausgegangen. Die Fortführungsphase beschreibt eine Schätzgröße eines nachhaltigen Ertragsniveaus bei konstantem Wachstum.⁷³ Diese nachhaltige Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse ist die

⁷³ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 63 ff.

Rate, mit der alle Planungsposten wachsen müssen, damit ein nachhaltiger und eingeschwungener Zustand der Gesellschaft erreicht und abgebildet werden kann. Das gleichmäßige Wachstum aller Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und aller Bilanzposten zu Buchwerten stellt neben einer konstanten nachhaltigen operativen Profitabilität auch einen konstanten Vermögensumschlag, Verschuldungsgrad und Kapitalrentabilität sicher.

352. Nachhaltige Wachstumsrate

Bei der Planungsrechnung der TLG handelt es sich um eine nominale Planung. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der Fortführungsphase muss auf nominales Wachstum abgestellt werden. Dieses setzt sich ökonomisch aus Preissteigerungen bzw. inflationsbedingtem Wachstum und realem Wachstum zusammen. Reales Wachstum wiederum kann Mengenwachstum und Struktureffekte (Produktmixverschiebungen) beinhalten. In der Bewertungspraxis wird bei der Prognose der Fortführungsphase regelmäßig ausschließlich von inflationsbedingtem Wachstum ausgegangen.⁷⁴ Die Berücksichtigung von realem Wachstum über die Detailplanungsphase hinaus erfolgt häufig nicht. Da für die Schätzung der nachhaltigen Wachstumsrate jedoch die nominale Branchenwachstumsrate und die Marktposition des Unternehmens relevant ist, ist es notwendig, zur Schätzung der nachhaltigen, nominalen Wachstumsrate neben preisbedingtem Wachstum auch andere Komponenten – insbesondere mengeninduziertes Wachstum – einzubeziehen. Die angenommene nachhaltige Wachstumsrate beträgt 1,0% p.a. und berücksichtigt sowohl inflationsbedingtes als auch reales Wachstum.⁷⁵

353. Annahmen in der Konvergenzphase und Fortführungsphase

Befindet sich das Unternehmen zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht in dem für den Ansatz der Fortführungsphase erforderlichen „eingeschwungenen Zustand“, z.B. eines noch nicht nachhaltigen Wachstums, sind in einer Konvergenzphase entsprechende Annahmen zu treffen, die einen Ansatz der Fortführungsphase ermöglichen. Der „eingeschwungene Zustand“ beschreibt eine nachhaltige Ertrags- und Vermögenslage in der sämtliche Posten der Gewinn- und Verlustrechnung mit der nachhaltigen Wachstumsrate wachsen und sich insofern keine Veränderungen von wesentlichen Werttreibern mehr ergeben. Mithilfe der Konvergenzphase können außerordentliche Effekte in der Planung abgebildet und die Planung in nachhaltige Schätzgrößen überführt werden. Dieser Vorgehensweise wurde gefolgt. Grundsätzlich wird davon ausgegangen, dass langfristig alle Peer Group-Unternehmen auf ein durchschnittliches Marktniveau konvergieren.

354. Zum Ende der Detailplanungsphase im Jahr 2021 ist die Entwicklung der TLG noch durch ein hohes Wachstum der Mieterlöse geprägt. Dieses Wachstum ist auf umfassende Akquisitionen zurückzuführen. Für die Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse ist davon auszugehen, dass das in der jüngsten Historie vorherrschende hohe Transaktionsvolumen aufgrund der Angleichung der Mietrenditen langfristig nicht fortbestehen wird. Entsprechend haben wir

⁷⁴ Vgl. WP Handbuch II, 2014, Tz. A 390 f.

⁷⁵ Zur Begründung des nachhaltigen Wachstumsrate der TLG vgl. Kapitel 5.4.3. (Tz. 389 ff).

in der Konvergenzphase das Volumen der Ankäufe sowie die erwarteten Mietrenditen für Immobilienakquisitionen schrittweise über vier Jahre zurückgeführt. Entsprechend gleicht sich das Wachstum der Mieterlöse langfristig der nachhaltigen Wachstumsrate von jährlich 1,0% an.

355. Während in der Detailplanung die Quote der nicht-umlagefähigen Betriebskosten abnimmt, gehen wir davon aus, dass diese langfristig auf historischem Niveau liegen werden. Zudem ist langfristig zu erwarten, dass mit dem Wachstum des Immobilienportfolios langfristig zwar einerseits Skaleneffekte eintreten, aber andererseits insgesamt Kostensteigerungen in Bezug auf den Personalaufwand und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen eintreten werden. Im Ergebnis wird davon ausgegangen, dass die EBIT-Marge langfristig i.H.v. 72,5% beträgt. Das Niveau entspricht zudem dem Durchschnitt der Peer Group-Unternehmen sowie dem historischen Niveau der EBIT-Marge der TLG.
356. Das Finanzergebnis wurde in der Konvergenzphase in Abhängigkeit vom durchschnittlichen Fremdkapitalbestand und einem Zinssatz von 2,14% geplant. Dieser Zinssatz entspricht dem von der TLG geplanten Wert im Jahr 2021 und liegt innerhalb der historisch beobachtbaren Bandbreite. Langfristig wird angenommen, dass sich das Finanzergebnis mit der nachhaltigen Wachstumsrate i.H.v. 1,0% entwickelt.
357. Für die Steuern vom Einkommen und Ertrag wurden, wie bereits in der Detailplanungsphase, nur die liquiditätswirksamen Steuern angesetzt. Diese leiten sich grundsätzlich auf Basis eines Steuersatzes von 30,7% ab. Grundlage der Ableitung der Steuern vom Einkommen und Ertrag ist das EBT nach IFRS, welches vereinfachend im Wesentlichen durch Berücksichtigung von steuerlichen Instandhaltungskosten und Abschreibungen von Immobilienvermögen auf ein steuerliches EBT überführt wird. Da sich durch die langen steuerlichen Nutzungsdauern entsprechende Effekte auf die steuerlichen Abschreibungen über das technische Jahr des Terminal Values hinaus ergeben, haben wir die Steuern vom Einkommen und Ertrag vollständig modelliert und anhand einer barwertäquivalenten Umrechnung als jährliche Annuität im letzten Jahr der Konvergenzphase erfasst. Ebenfalls wurden die noch vorhandenen steuerlichen Verlustvorträge berücksichtigt.
358. Die Fortschreibung der Bilanz basiert im Wesentlichen bezüglich des Immobilienvermögens auf den Konvergenzannahmen zur Entwicklung der Mieterlöse und der nachhaltigen Investitionsquote. Während das Ankaufsvolumen im letzten Jahr der Detailplanungsphase noch EUR 500,0 Mio. betragen soll, nehmen die Zukäufe im Zusammenhang mit den abnehmenden Wachstumsraten der Mieterlöse sukzessive bis zum Jahr 2024 ab. Die Investitionen für Mieterausbauten etc. (CAPEX) wurden anhand der durchschnittlichen über den Detailplanungszeitraum beobachteten Investitionsquote fortgeschrieben. Für die Fortführungsphase wird angenommen, dass dieses Niveau nachhaltig ist und nur noch mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0% steigt.
359. Die übrigen Aktivposten haben wir vereinfachend konstant oder in Abhängigkeit von den Mieterlösen geplant. Dies entspricht auch dem Vorgehen der TLG in der Detailplanungsphase. Für

den langfristigen operativen Mindestkassenbestand wird weiterhin angenommen, dass rd. 15,8% der Mieterlöse betriebsnotwendige liquide Mittel sind.

360. Sowohl das gezeichnete Kapital als auch die Kapitalrücklagen steigen in der Konvergenzphase durch die angenommenen Kapitalerhöhungen zur teilweisen Finanzierung der Akquisitionen. Die Ausschüttungen an die Anteilseigner in der Konvergenzphase wurden so geplant, dass der am Ende der Detailplanungsphase vorhandene Kontokorrentkredit über vier Jahre reduziert wird und die TLG ohne einen Finanzierungsbedarf durch einen Kontokorrentkredit in die Fortführungsphase eintritt. Der Kontokorrentkredit entsteht in der Detailplanungsphase aus der Dividendenplanung der Gesellschaft, die wir phasengleich übernommen haben. Langfristig wird nicht angenommen, dass Dividenden durch Fremdkapital finanziert werden. In der Fortführungsphase steigt das gesamte Eigenkapital jährlich mit einer Wachstumsrate 1,0%.
361. Die Entwicklung der verzinslichen Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten wurde auf Basis der Akquisitionen und einer Fremdfinanzierungsquote für die Akquisitionen von 60% geplant. Dies entspricht auf dem Vorgehen der TLG in der Planungsphase und erscheint auch unter Berücksichtigung des maximalen Verschuldungsziels der Gesellschaft plausibel. Am Ende der Konvergenzphase beträgt die Net LTV-Quote der TLG knapp unter 45% und liegt damit nahe der langfristigen Net LTV-Quote von ca. 45%. Langfristig steigen die verzinslichen Verbindlichkeiten analog zum Eigenkapital mit einer Rate von 1,0%.
362. Die übrigen Passivposten haben wir vereinfachend konstant oder in Abhängigkeit von den Mieterlösen geplant. Dies entspricht auch dem Vorgehen der TLG in der Detailplanungsphase.
363. Die Planung der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz und der daraus ableitbaren Cashflows erfolgt in der Konvergenz und Fortführungsphase vollständig integriert.⁷⁶

⁷⁶ Die Kapitalflussrechnung ist in Anlage 6 zu finden.

5.3. Übersicht wesentlicher Kennzahlen der Konvergenz-/Fortführungsphase

Gewinn- und Verlustrechnung

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					Konvergenz					TV	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Mieterlöse	116,2	129,0	144,4	158,0	173,6	191,4	214,7	249,2	273,5	286,5	294,2	298,7	301,7	304,7	307,8
<i>Wachstum (in %)</i>	-	11,0%	12,0%	9,4%	9,8%	10,3%	12,2%	16,1%	9,8%	4,7%	2,7%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%
Nicht-umlagefähige Betriebskosten	6,5	6,2	6,3	7,8	5,9	6,3	7,6	8,2	10,2	12,0	13,6	15,1	16,6	16,8	16,9
Instandhaltungen	5,2	6,2	6,6	7,3	8,2	9,6	11,4	13,0	14,4	15,3	15,8	16,3	16,6	16,8	16,9
Sonstiges	4,2	2,5	5,9	4,2	4,3	4,4	6,0	4,3	6,2	8,0	9,8	11,5	13,3	13,4	13,5
Ergebnis aus der Vermietung	100,3	114,1	125,6	138,7	155,2	171,1	189,6	223,7	239,4	244,4	244,5	249,3	252,9	255,5	258,0
<i>Marge (in %)</i>	86,3%	88,5%	87,0%	87,8%	89,4%	89,4%	88,4%	89,8%	87,5%	85,3%	83,1%	83,5%	83,8%	83,8%	83,8%
Personalaufwand	17,4	12,8	11,3	11,7	12,2	13,2	14,0	14,8	16,7	17,9	18,8	19,5	20,2	20,4	20,6
Sonstige betriebliche Erträge	16,8	4,2	0,8	1,4	1,0	1,0	1,1	1,1	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	15,7	7,9	7,1	12,1	8,7	9,6	8,7	9,1	10,7	11,9	12,9	13,9	14,7	14,9	15,0
EBITDA	84,0	97,6	108,0	116,3	135,2	149,2	168,1	200,9	213,4	216,0	214,3	217,6	219,7	221,9	224,1
<i>Marge (in %)</i>	72,3%	75,7%	74,8%	73,6%	77,9%	78,0%	78,3%	80,6%	78,0%	75,4%	72,8%	72,8%	72,8%	72,8%	72,8%
Abschreibungen	1,2	0,8	0,6	0,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EBIT	82,8	96,8	107,4	115,9	134,2	148,3	167,1	199,9	212,4	215,1	213,3	216,6	218,8	220,9	223,1
<i>Marge (in %)</i>	71,3%	75,1%	74,4%	73,4%	77,3%	77,5%	77,8%	80,2%	77,6%	75,1%	72,5%	72,5%	72,5%	72,5%	72,5%
Finanzergebnis	-25,8	-24,3	-25,0	-39,3	-24,3	-27,8	-33,0	-39,5	-44,0	-46,0	-46,8	-46,7	-46,4	-46,9	-47,3
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	57,0	72,6	82,4	76,6	109,9	120,5	134,0	160,4	168,4	169,1	166,5	169,9	172,3	174,1	175,8
Außerordentliches Ergebnis	-	-	-	2,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ergebnis vor Ertragsteuern	120,3	169,2	128,6	78,8	109,9	120,5	134,0	160,4	168,4	169,1	166,5	169,9	172,3	174,1	175,8
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	31,6	38,3	34,5	2,3	6,0	5,9	7,9	13,2	14,1	13,1	11,6	12,1	15,4	27,5	27,7
<i>Effektive Steuerrate (in %)</i>	26,3%	22,6%	26,8%	2,9%	5,4%	4,9%	5,9%	8,2%	8,4%	7,8%	7,0%	7,1%	8,9%	15,8%	15,8%
Jahresüberschuss	88,7	130,9	94,1	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>Marge (in %)</i>	76,3%	101,5%	65,2%	48,4%	59,9%	59,8%	58,8%	59,1%	56,4%	54,4%	52,6%	52,8%	52,0%	48,1%	48,1%

Bilanz

Aktiva

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)				Planung				Konvergenz				TV		
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Immaterielle Vermögenswerte	1,7	1,6	1,4	1,6	1,7	1,7	1,7								
Als Finanzinvestition geh. Immobilien	1.489,6	1.739,5	2.285,3	2.368,0	2.720,1	3.144,6	3.624,0	4.147,9	4.441,9	4.614,0	4.725,5	4.775,6	4.826,3	4.874,5	4.923,3
Eigengenutzte Immobilien	12,9	9,3	6,1	6,2	6,1	5,9	5,8	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,7	5,7
Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausst.	1,2	0,5	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Andere Sachanlagen	8,4	9,2	10,0	9,9	9,1	8,2	7,4	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,7	6,7
Sachanlagen	1.512,2	1.758,5	2.302,0	2.384,3	2.735,4	3.158,9	3.637,3	4.160,3	4.454,3	4.626,4	4.737,9	4.788,0	4.838,7	4.887,1	4.936,0
Finanzanlagen	8,4	16,8	4,9	6,7	6,8										
Anlagevermögen	1.522,2	1.776,8	2.308,3	2.392,5	2.743,6	3.167,2	3.645,6	4.168,5	4.462,6	4.634,7	4.746,2	4.796,3	4.847,0	4.895,5	4.944,5
Vorräte	1,5	1,1	1,4	1,7	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1						
Forderungen und sonst. Vermögensw.	35,7	21,0	14,4	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	15,1	15,3	15,5	15,6	15,6	15,8	16,0
Liquide Mittel	152,6	183,7	122,7	25,0	27,5	30,3	34,0	39,4	43,3	45,3	46,5	47,3	47,7	48,2	48,7
Sonstiges Umlaufvermögen	26,0	16,8	3,5	1,9											
Umlaufvermögen	215,8	222,6	141,7	42,6	45,0	47,8	51,5	57,0	61,7	64,3	66,0	66,8	67,3	68,0	68,6
Summe Aktiva	1.738,0	1.999,5	2.450,0	2.435,1	2.788,7	3.215,0	3.697,1	4.225,5	4.524,2	4.699,0	4.812,2	4.863,1	4.914,3	4.963,5	5.013,1

Bilanz

Passiva

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					Konvergenz					TV	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Eigenkapital	748,0	967,9	1.129,5	1.145,4	1.317,9	1.509,5	1.721,4	1.963,3	2.126,6	2.240,5	2.329,0	2.411,6	2.463,2	2.487,9	2.512,7
Andere kurzfristige Rückstellungen	5,7	2,4	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Passive latente Steuern	150,5	185,9	217,7	217,7	217,7	217,7	217,7	217,7	217,7	217,7	217,7	217,7	217,7	219,9	222,1
Rückstellungen	156,2	188,3	219,5	219,3	221,5	223,7									
Verb. ggü. Kreditinstituten (kurzfr.)	39,3	36,0	65,2	50,2	50,2	50,2	50,2	50,2	50,2	50,2	50,2	50,2	50,2	50,7	51,2
Verb. ggü. Kreditinstituten (langfr.)	731,1	746,7	975,2	915,5	1.091,9	1.316,3	1.571,8	1.857,1	2.007,1	2.082,1	2.119,6	2.119,6	2.119,6	2.140,8	2.162,2
Kontokorrentkredit	-	-	-	57,4	62,0	72,4	87,1	88,3	68,3	49,1	31,5	-	-	-	-
Pensionsverbindlichkeiten	8,2	8,1	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,4
Langfristige Finanzinstrumente	17,8	15,9	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,7	5,7
Verzinsliche Verbindlichkeiten	796,5	806,7	1.054,4	1.036,9	1.217,9	1.452,7	1.722,9	2.009,4	2.139,4	2.195,3	2.215,1	2.183,7	2.183,7	2.205,5	2.227,6
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	37,4	36,6	46,6	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	38,9	43,9	48,7	48,5	48,2	48,6	49,1
Summe Passiva	1.738,0	1.999,5	2.450,0	2.435,1	2.788,7	3.215,0	3.697,1	4.225,5	4.524,2	4.699,0	4.812,2	4.863,1	4.914,3	4.963,5	5.013,1

Wesentliche Werttreiber und Kennzahlen

in EUR m	Planung					Konvergenz					TV	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Mieterlöse	158,0	173,6	191,4	214,7	249,2	273,5	286,5	294,2	298,7	301,7	304,7	307,8
Wachstum (in %)	9,4%	9,8%	10,3%	12,2%	16,1%	9,8%	4,7%	2,7%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA	116,3	135,2	149,2	168,1	200,9	213,4	216,0	214,3	217,6	219,7	221,9	224,1
Marge (in %)	73,6%	77,9%	78,0%	78,3%	80,6%	78,0%	75,4%	72,8%	72,8%	72,8%	72,8%	72,8%
EBIT	115,9	134,2	148,3	167,1	199,9	212,4	215,1	213,3	216,6	218,8	220,9	223,1
Marge (in %)	73,4%	77,3%	77,5%	77,8%	80,2%	77,6%	75,1%	72,5%	72,5%	72,5%	72,5%	72,5%
NOPLAT	114,6	126,9	141,0	157,2	183,5	194,6	198,4	198,4	201,1	199,2	186,1	188,0
Marge (in %)	72,6%	73,1%	73,7%	73,2%	73,6%	71,2%	69,2%	67,4%	67,3%	66,0%	61,1%	61,1%
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
Marge (in %)	48,4%	59,9%	59,8%	58,8%	59,1%	56,4%	54,4%	52,6%	52,8%	52,0%	48,1%	48,1%
Anlagevermögen	2.392,5	2.743,6	3.167,2	3.645,6	4.168,5	4.462,6	4.634,7	4.746,2	4.796,3	4.847,0	4.895,5	4.944,5
Umschlag des Anlagevermögens	0,07x	0,07x	0,07x	0,07x	0,07x	0,09x	0,06x	0,06x	0,06x	0,06x	0,07x	0,06x
Working Capital	-210,2	-207,8	-204,9	-201,3	-195,8	-196,5	-198,9	-202,0	-201,0	-200,1	-202,1	-204,2
Umschlagshäufigkeit	-1,3x	-0,8x	-0,9x	-1,0x	-1,2x	-1,3x	-1,5x	-1,5x	-1,5x	-1,5x	-1,5x	-1,5x
Minderheiten	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investiertes Kapital	2.182,3	2.535,9	2.962,2	3.444,3	3.972,7	4.266,0	4.435,8	4.544,2	4.595,3	4.646,9	4.693,4	4.740,3
Wachstum (in %)	-0,1%	16,2%	16,8%	16,3%	15,3%	7,4%	4,0%	2,4%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.036,9	1.217,9	1.452,7	1.722,9	2.009,4	2.139,4	2.195,3	2.215,1	2.183,7	2.183,7	2.205,5	2.227,6
Eigenkapital	1.145,4	1.317,9	1.509,5	1.721,4	1.963,3	2.126,6	2.240,5	2.329,0	2.411,6	2.463,2	2.487,9	2.512,7
Net LTV-Quote	42,7%	43,8%	45,2%	46,6%	47,5%	47,2%	46,6%	45,9%	44,7%	44,3%	44,3%	44,3%
Brutto-Investitionen (CAPEX)	82,9	352,1	424,5	479,4	523,9	295,0	173,1	112,5	51,1	51,7	49,4	49,9
in % der Mieterlöse	52,5%	202,9%	221,8%	223,3%	210,2%	107,9%	60,4%	38,2%	17,1%	17,1%	16,2%	16,2%
Abschreibungen	0,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Eigenkapitalrendite	6,8%	9,1%	8,7%	8,4%	8,6%	7,9%	7,3%	6,9%	6,8%	6,5%	6,0%	6,0%
Cashflow-to-Equity	60,7	-68,7	-77,0	-85,8	-94,7	-8,9	42,0	66,4	75,1	105,4	122,0	123,2
Wachstum (in %)								58,0%	13,1%	40,3%	15,8%	1,0%
Davon Dividenden	60,7	68,6	77,2	86,5	97,8	91,1	92,0	91,4	75,1	105,4	122,0	123,2
Davon Kapitalerhöhungen	-	-137,2	-154,2	-172,3	-192,5	-100,0	-50,0	-25,0	-	-	-	-

5.4. Eigenkapitalkosten

364. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftig zu erwartenden finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Zinssatz wird aus dem (erwarteten) Ertrag und dem Preis der im Vergleich zum Bewertungsobjekt besten alternativen Kapitalverwendung gebildet. Ökonomisch gesehen bildet der Kapitalisierungszinssatz die Entscheidungsalternative eines Investors ab, der die Rendite seiner Investition in ein bestimmtes Unternehmen mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage in Unternehmensanteilen vergleicht. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert dann die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, wenn diese dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.⁷⁷
365. Die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse, die als Grundlage für die Wertermittlung nach dem Ertragswertverfahren gemäß IDW S 1 dienen, sind die Größen, die den Eigenkapitalgebern zufließen. Demnach werden die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse mit den verschuldeten Eigenkapitalkapitalkosten nach persönlichen Steuern diskontiert, die den durchschnittlichen Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber entsprechen. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten werden periodenspezifisch berechnet.
366. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten werden folgendermaßen bestimmt:

$$r_{EK}^V = r_{f(n.pers.Steuern)} + \beta_V \times MRP_{n.pers.Steuern}$$

mit

r_{EK}^V : Verschuldete Eigenkapitalkosten

$r_{f(n.pers.Steuern)}$: Risikoloser Basiszinssatz (nach persönlichen Einkommenssteuern)

β_V : Verschuldeter Betafaktor („levered Betafaktor“)

$MRP_{n.pers.Steuer}$: Marktrisikoprämie (nach persönlichen Einkommensteuern)

367. Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme des unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen.

⁷⁷ Vgl. IDW S 1, Tz. 113 ff.

5.4.1. Basiszinssatz

368. Der Basiszinssatz repräsentiert eine (quasi) risikofreie und fristadäquate Anlage. Für die Schätzung des Basiszinssatzes kann die Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen zugrunde gelegt werden, da die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten, fristadäquaten Zerobondfaktoren die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz gewährleisten. Die Zinsstruktur zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko.
369. Zur Schätzung der Zinsstrukturkurven⁷⁸ kann auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank oder der EZB zurückgegriffen werden. Im vorliegenden Fall wurde auf die Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank zurückgegriffen. Bei Verwendung einer Zinsstrukturkurve ist grundsätzlich für jedes Jahr mit dem entsprechenden laufzeitadäquaten Zinssatz zu diskontieren. Alternativ kann aus der Zinsstrukturkurve auch ein einheitlicher Basiszinssatz über den gesamten Zeitraum, d.h. beginnend mit dem ersten Jahr, berechnet und verwendet werden (sog. barwertäquivalenter Zins).
370. Auf dieser Grundlage wird zum Bewertungsstichtag von einem einheitlichen Basiszinssatz von gerundet 1,25% vor persönlichen Steuern ausgegangen.
371. Dieser nach der Svensson-Methode ermittelte risikolose Basiszinssatz vor persönlichen Steuern ist um die Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag i.H.v. 26,38% zu reduzieren. Hieraus ergibt sich ein risikoloser Basiszinssatz von 0,92% nach persönlichen Steuern.

5.4.2. Risikozuschlag

372. Bei der Ermittlung eines Unternehmenswerts ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das Verhalten des Gesamtmarkts abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die dadurch geforderte Risikoprämie kann mithilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden. Das Capital Asset Pricing Model (im Folgenden „CAPM“) stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erklärt werden.
373. In Bezug auf die Kapitalkosten nach persönlichen Steuern wird auf das „Tax-CAPM“ abgestellt. Hier ist die Marktrisikoprämie in eine Größe nach persönlichen Steuern zu überführen.

⁷⁸ Schätzung anhand der Svensson-Methode.

374. **Marktrisikoprämie**

Die Marktrisikoprämie wird als Differenz zwischen dem Erwartungswert der langfristigen Renditen eines Marktportfolios, bestehend aus riskanten Wertpapieren, und dem zum Bewertungsstichtag aktuellen risikolosen Basiszinssatz, der durch die risikofreie Verzinsung von Staatsanleihen repräsentiert wird, definiert.

375. Kapitalmarktuntersuchungen haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Gläubigerpapieren. Historisch beobachtbare Gesamtrenditen für ein Marktportfolio bewegen sich – in Abhängigkeit vom Betrachtungszeitraum – langfristig in einer Bandbreite von 8,5% bis 11,0% vor persönlichen Steuern.⁷⁹ Da historische berechnete Gesamtrenditen abhängig vom Betrachtungszeitraum und historische Zeitreihen durch die Finanzmarktkrise seit 2007 sowie durch die aktuelle Niedrigzinsphase beeinflusst sind, können hier Sensitivitäten in den Ergebnissen entstehen. Zudem können anhand der Schätzungen der Analysten historische und aktuelle implizite Marktrisikoprämien abgeleitet werden. Diese liegen im Zeitraum 2010 bis zum Bewertungsstichtag im Durchschnitt in einer Bandbreite von 8,3% bis 11,8% vor persönlichen Steuern. Aus diesem Grund gibt es keine Anhaltspunkte dafür, dass Investoren in Zukunft eine andere Gesamtrendite fordern. Unter Einbezug des unteren Endes der Bandbreite und Abzug des Basiszinssatzes schätzen wir eine Bandbreite der Marktrisikoprämie von 7,0% bis 7,5% vor persönlichen Steuern. Auf Basis aktueller Kapitalmarktdaten (September 2017) bewegt sich die implizite Marktrisikoprämie von 7,38% mit einer impliziten Marktrendite von 8,7% und einem ungerundeten Basiszinssatz von 1,32% ebenfalls in dieser Bandbreite.
376. Gemäß der Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW („FAUB“) vom 19. September 2012, ist aufgrund der sich veränderten Risikotoleranz eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. 5,5% bis 7,0% zu unterstellen.⁸⁰ An dieser Empfehlung zur Bandbreite hält der FAUB nach einer Mitteilung über die 118. Sitzung des FAUB im Jahr 2016 fest. Für die Nachsteuerbetrachtung hat der FAUB eine Bandbreite von 5,0% bis 6,0% festgelegt. Da die aktuellen Kapitalmarktdaten sogar auf eine Marktrisikoprämie größer als 7,0% vor persönlichen Steuern hindeuten, halten wir bei der Ermittlung des Ertragswerts in der Nachsteuerbetrachtung das obere Ende der Bandbreite nach persönlichen Steuern i.H.v. 6,0% für angemessen.⁸¹
377. Nachrichtlich ermitteln wir zudem als Sensitivität den Ertragswert der TLG und der WCM jeweils mit einer Marktrisikoprämie von 5,5% nach persönlichen Steuern, welche dem Mittelwert der vom FAUB empfohlenen Bandbreite entspricht. Diese Marktrisikoprämie erachten wir auch vor

⁷⁹ Eigene Analyse unter Berücksichtigung des CDAX als Marktportfolio und verschiedener Laufzeiten zum 31. August 2017.

⁸⁰ Vgl. Protokoll zur 108. Sitzung des Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW vom 19. September 2012.

⁸¹ Die zu der Marktrisikoprämie von 6,0% nach persönlichen Steuern korrespondierende barwertäquivalente Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern beträgt ca. 7,0%.

dem Hintergrund der von uns durchgeführten Plausibilisierung anhand der Börsenmultiplikatoren nicht für angemessen.

378. Betafaktor

Die im vorherigen Kapitel diskutierte Marktrisikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Das unternehmens- und branchenspezifische Risiko wird nach dem (Tax-)CAPM im sogenannten Betafaktor ausgedrückt.

379. Da die TLG ein börsennotiertes Unternehmen ist, wird zur Schätzung eines angemessenen Betafaktors zunächst der eigene Betafaktor von TLG bestimmt. Der firmeneigene Betafaktor von TLG wird auf Basis von Daten der Datenbank Capital IQ abgeleitet. Als Vergleichsindex dient der Composite DAX (im Folgenden: CDAX), der den breitesten, lokalen Vergleichsindex repräsentiert.

380. Da die Börsennotierung der TLG erst seit Ende 2014 besteht, haben wir den eigenen Betafaktor nur für einen Beobachtungszeitraum von 2 Jahren mit wöchentlichen Renditen berechnet. Im Ergebnis wird ein eigener unverschuldeter Betafaktor von rd. 0,35 abgeleitet. Diesen Betafaktor haben wir anhand des Bestimmtheitsmaßes und des T-Tests auf seine statistische Güte geprüft und konnten keine Indizien finden, die für einen Ausschluss sprechen. Darüber hinaus haben wir die Aktienkursentwicklung, die täglichen Handelsvolumina und die durchschnittlichen, täglichen Bid-Ask-Spreads analysiert.

381. Als alternative Methodik bietet sich der Rückgriff auf einen Betafaktor an, der sich aus einer Gruppe aus bestmöglich vergleichbaren Unternehmen (Peer Group) zusammensetzt. Hierbei werden die Peer Group-Unternehmen exklusive der TLG und der WCM verwendet. Dieser Peer Group-Betafaktor weist – gewährleistet durch das Scoring – ein zum Bewertungsobjekt vergleichbares operatives Risiko auf und kann demnach alternativ zur Bestimmung der Kapitalkosten für das Bewertungsobjekt herangezogen werden. Eine Analyse der identifizierten Peer Group-Unternehmen im Hinblick auf die beobachtbaren Betafaktoren zeigt folgendes Bild:

Ableitung des Betafaktors

Unternehmen	Index	Beta verschuldet		Verschuldungsgrad		Beta unverschuldet	
		5-Jahre	2-Jahre	5-Jahre	2-Jahre	5-Jahre	2-Jahre
		2017-2013 monatlich	2017-2016 wöchentlich	2017-2013 monatlich	2017-2016 wöchentlich	2017-2013 monatlich	2017-2016 wöchentlich
DIC Asset AG	CDAX Index (Total Return)	0,90	0,66	306%	236%	0,32	0,29
alstria office REIT-AG	CDAX Index (Total Return)	0,64	0,58	99%	87%	0,38	0,37
Hamborner REIT AG	CDAX Index (Total Return)	0,58	0,61	73%	65%	0,39	0,42
Deutsche Euroshop AG	CDAX Index (Total Return)	0,54	0,60	73%	67%	0,37	0,41
VIB Vermögen AG	CDAX Index (Total Return)	0,41	n.a.	131%	n.a.	0,25	n.a.
DEMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG	CDAX Index (Total Return)	n.a.	0,61	n.a.	277%	n.a.	0,34
Median		0,58	0,61	101%	95%	0,37	0,37
Mittelwert		0,61	0,61	132%	127%	0,34	0,37
TLG Immobilien AG	CDAX Index (Total Return)	n.a.	0,51	n.a.	69%	n.a.	0,35
WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-AG	CDAX Index (Total Return)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

383. Ausgehend von den am Kapitalmarkt beobachtbaren verschuldeten Betafaktoren der jeweiligen Peer Group-Unternehmen werden unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur (i.S.d. Verschuldungsgrads) sowie der Annahme unsicherer Steuervorteile der Fremdfinanzierung unverschuldete Betafaktoren ermittelt (sogenanntes „unlevern“). Die Ermittlung der Debt Betas selbst basiert auf einem geschätzten Rating des jeweiligen Unternehmens und dem auf das

systematische Risiko entfallenden Anteils der korrespondierenden Credit Spreads entsprechender Unternehmen. Bei der Betafaktor-Ermittlung werden jeweils die breitesten lokalen Indizes verwendet. Die Überprüfung der statistischen Güte der Betafaktoren anhand des Bestimmtheitsmaßes und des T-Tests ergab, dass alle dargestellten Betafaktoren statistisch signifikant sind. Statistisch insignifikante Betafaktoren werden in den untenstehenden Tabellen mit „n.a.“ ausgewiesen. Darüber hinaus haben wir jeweils die Aktienkursentwicklung, die täglichen Handelsvolumina und die durchschnittlichen, täglichen Bid-Ask-Spreads analysiert.

384. Im Ergebnis liegt der unverschuldete Betafaktor der Peer Group-Unternehmen in einer Bandbreite von 0,25 bis 0,42. Der Durchschnitt (arithmetisches Mittel) ergibt einen Betafaktor von 0,34 bzw. 0,37 je nach Beobachtungszeitraum. Im Median liegt der Betafaktor bei 0,37.

385. Unter Berücksichtigung des eigenen Betafaktors der TLG und der Betafaktoren der Peer Group wird ein Betafaktor für die Bewertung der TLG von 0,40 für angemessen gehalten. Dieser Betafaktor spiegelt das zukünftige operative Risiko der TLG wider. Entsprechend haben wir die ambitionierte Planungsrechnung der TLG bei der Bestimmung des Betafaktors einbezogen. So weist die Planungsrechnung der TLG höhere Wachstumsraten der Mieterlöse als die Peer Group-Prognosen im Mittel auf. Diese sind insbesondere auf die deutliche Ausweitung des Immobilienportfolios durch beabsichtigte und nur in einem attraktiven Marktumfeld realisierbare Ankäufe im Planungszeitraum getrieben. Die Planungsrechnung erscheint daher ambitionierter und risikoreicher als die Peer Group-Prognosen und die WCM-Planung.

386. Auf Grundlage der zuvor beschriebenen Marktrisikoprämie von 6,0% bzw. 5,5% nach persönlichen Steuern und des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,40 ergibt sich somit ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. rd. 2,4% bzw. 2,2%.

387. Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern bei einer Marktrisikoprämie von 6,0% betragen somit:

$$0,92\% + 0,4 \times 6,0\% = 3,32\%$$

388. Bei der alternativen Marktrisikoprämie i.H.v. 5,5% betragen die unverschuldeten Eigenkapitalkosten $0,92\% + 0,4 \times 5,5\% = 3,12\%$.

5.4.3. Wachstumsabschlag

389. Die nachhaltige Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse ist die Rate, mit der alle Planungsposten wachsen müssen, damit ein nachhaltiger und eingeschwungener Zustand der Gesellschaft erreicht und abgebildet werden kann. Das gleichmäßige Wachstum aller Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und aller Bilanzposten zu Buchwerten stellt neben einer konstanten nachhaltigen operativen Profitabilität auch einen konstanten Vermögensumschlag, Verschuldungsgrad und Kapitalrentabilität sicher.

390. Bei der Planungsrechnung der TLG handelt es sich um eine nominale Planung. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der Fortführungsphase muss demnach auf nominelles Wachstum, welches aus dem realen Wachstum und dem inflationsbedingten Wachstum abgeleitet wird, abgestellt werden.
391. Zur Bestimmung der inflationsgetriebenen Komponente der Wachstumsrate werden daher die prognostizierte Entwicklung der Inflationsrate, die Entwicklung der Mietpreise und die Möglichkeit der TLG auf Basis der bestehenden Mietverträge inflationsbedingte Mietpreissteigerungen sowie sonstige Kostensteigerungen umsatzseitig durchzusetzen betrachtet.
392. Bei der Diskussion von erwartetem Preiswachstum ist zu berücksichtigen, dass einzelne Branchen oder einzelne Unternehmen individuellen Inflationsraten unterliegen können, welche von Verbraucherpreisindizes abweichen. Zur Beurteilung der langfristigen Wachstumsrate werden dabei zunächst grundsätzlich verschiedene Studien des Internationalen Währungsfonds und der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung („OECD“) sowie weiteren Institutionen wie bspw. den jeweiligen Zentralbanken herangezogen. Schätzgrundlage für langfristige Inflationsraten bieten die entsprechenden Inflationsziele der Zentralbanken, welche unter Zuhilfenahme von geldpolitischen Maßnahmen verfolgt werden. Zum Bewertungsstichtag befinden sich sämtliche Immobilien der TLG ausschließlich in Deutschland. Da auch die Planung des Bewertungsobjekts vollständig in Euro erfolgt, muss bei der Inflation ebenfalls ausschließlich auf diese Währung abgestellt werden. Die Europäische Zentralbank verfolgt ein Inflationsziel von 2,0% für Europa.⁸² Der Ausblick für Deutschland sieht Preiswachstumsraten von 1,7% bis 2,4% für die Jahre 2017 bis 2022 vor.
393. Mit rd. 75% unterliegt ein Großteil des Mietvolumens der TLG einer vertraglich festgelegten Mietpreisanpassung in Abhängigkeit von der Inflationsrate. Somit besteht grundsätzlich die Möglichkeit inflationsbedingte Preissteigerungen umsatzseitig weiterzugeben. Jedoch existiert bei einem überwiegenden Teil dieser Verträge eine Regelung, die eine Anpassung der Miete nur im Falle des Überschreitens bestimmter definierter Preiszuwächse zulässt. Somit können Preissteigerungen u.U. nur verspätet oder nur teilweise durchgesetzt werden. Falls keine Schwellenwerte festgelegt sind, kann meistens nur ein Teil der Inflation ausgeglichen werden. Die umsatzseitige Weitergabe von Preissteigerungen ist somit insgesamt nur unvollständig möglich.
394. Kostenseitig besteht zudem die Gefahr, dass die Aufwendungen der TLG schneller als das allgemeine Preisniveau steigen und diese Preissteigerungen aufgrund der teilweise fixierten Mieten nicht weitergegeben werden können. Besonders der nicht-umlagefähige Teil der Betriebskosten könnte sich durch einen schnelleren Anstieg der Energiekosten stärker verteuern.
395. Darüber hinaus könnte ein Zinsanstieg die Fremdfinanzierung der Immobilien verteuern. Da der Immobilienbestand i.d.R. zu einem signifikanten Teil fremdfinanziert wird, würde diese Entwicklung die Renditen der TLG zusätzlich mindern.

⁸² Vgl. Europäische Zentralbank, 2011, S. 7 und S. 64.

396. Um die reale Komponente der Wachstumsrate zu bestimmen, haben wir zuerst die Gesamtwachstumserwartungen der deutschen Volkswirtschaft betrachtet. Die Konjunkturaussichten des IWF für Deutschland gehen von einem stabilen Wachstum des BIP für die Jahre 2017 bis 2022 mit Wachstumsraten von jährlich 1,2% bis 1,8% aus.⁸³
397. Außerdem bietet es sich an die demographische Entwicklung zu betrachten. So dürften die aktuell stagnierende Bevölkerungszahl, Überalterung in Deutschland sowie alternative Arbeitskonzepte (Home Office) einen Einfluss auf die Geschäftstätigkeit der TLG haben. Diese Faktoren könnten langfristig weiteres reales Wachstum der TLG hemmen, da hierdurch die Nachfrage nach Gewerbeimmobilien langfristig abnehmen könnte.
398. In Bezug auf den Gewerbeimmobilienmarkt ist festzustellen, dass dieser in den letzten Jahren eine sehr positive Entwicklung zeigte. So stiegen sowohl die Mieten als auch die Kaufpreise kontinuierlich.⁸⁴ Gleichzeitig haben insbesondere börsennotierte Unternehmen ihren Marktanteil durch Akquisitionen steigern können. Ein weiterer Anstieg des Portfoliovolumens und damit verbundenes reales Wachstum wird im Rahmen der Planung der Mieterlöse bis zum Jahr 2021 durch die TLG bereits berücksichtigt.
399. Langfristig ist jedoch davon auszugehen, dass sich das starke Mieterlös- und Ergebniswachstum der TLG abschwächen wird. Aufgrund der bis zum Jahr 2021 bereits geplanten umfassenden Akquisitionen, wird langfristig der Wettbewerbsdruck zunehmen und damit das Mieterlös- und Ertragswachstum der TLG zurückgehen. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass die Knappheit von attraktiven Gewerbeimmobilien auf dem deutschen Markt das Wachstum durch Akquisitionen einschränken wird. Falls noch ausreichend geeignete Objekte für weitere Akquisitionen zu identifizieren sind, dürften diese nur noch eine geringere Mietrendite aufweisen.
400. In einer Gesamtbeurteilung der Inflationsprognosen, der unternehmensspezifischen und vertraglichen Besonderheiten, der gesamtwirtschaftlichen und demographischen Entwicklung sowie der Besonderheiten des Gewerbeimmobilienmarktes wird eine nachhaltige, unternehmens- und branchenspezifische, nominale Wachstumsrate von 1,0% als sachgerecht erachtet.

⁸³ Vgl. Kapitel 2.1. (Tz. 20).

⁸⁴ Vgl. Kapitel 2.2. (Tz. 33 ff).

5.5. Stand Alone-Bewertung

401. Auf Basis der Gewinn- und Verlustrechnungen sowie der Plan-Bilanzen⁸⁵ werden im Folgenden die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse abgeleitet und der Wert des Eigenkapitals der TLG unter Berücksichtigung von Sonderwerten anhand des Ertragswertverfahrens ermittelt.

5.5.1. Ertragswert nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern

402. Im Folgenden werden die Cashflows-to-Equity der TLG auf Basis der Planungsrechnung⁸⁶ abgeleitet:

Ableitung der Cashflows-to-Equity

in EUR Mio.	Planung					Konvergenz					TV	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026		2027
EBIT	115,9	134,2	148,3	167,1	199,9	212,4	215,1	213,3	216,6	218,8	220,9	223,1
-/+ Finanzergebnis	-39,3	-24,3	-27,8	-33,0	-39,5	-44,0	-46,0	-46,8	-46,7	-46,4	-46,9	-47,3
-/+ Außerordentliches Ergebnis	2,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	2,3	6,0	5,9	7,9	13,2	14,1	13,1	11,6	12,1	15,4	27,5	27,7
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
+ Abschreibungen	0,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
- Veränderung des Anlagevermögens	-84,7	-352,1	-424,5	-479,4	-523,9	-295,0	-173,1	-112,5	-51,1	-51,7	-49,5	-49,9
-/+ Veränderung des Nettoumlaufvermögens	1,4	-	-	-	-	-0,8	-0,6	-0,5	-0,1	-0,0	-0,2	-0,2
-/+ Veränderung der liquiden Mittel	97,7	-2,5	-2,8	-3,7	-5,5	-3,8	-2,1	-1,2	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5
-/+ Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten	-30,8	181,0	234,8	270,2	286,5	135,4	60,8	24,7	-31,7	-0,4	24,5	24,8
Cashflow-to-Equity	60,7	-68,7	-77,0	-85,8	-94,7	-8,9	42,0	66,4	75,1	105,4	122,0	123,2

403. Der abgeleitete Cashflow-to-Equity setzt sich aus Dividendenzahlungen und Kapitalerhöhungen zusammen. Die Dividendenzahlungen werden zur Ermittlung der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse im Rahmen der unmittelbaren Typisierung um persönliche Einkommensteuer reduziert und mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern diskontiert. Dabei ist nachhaltig von einer Ausschüttungsquote i.H.v. rd. 65% auszugehen, welche der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der Peer Group-Unternehmen entspricht.

404. Die negativen Cashflows aus den Kapitalerhöhungen werden dagegen mit dem risikolosen Basiszinssatz nach persönlichen Steuern diskontiert. Bei negativen Zahlungsströmen, wie z.B. Kapitalerhöhungen, kann nach IDW S 1 Tz. 89 grundsätzlich ein Risikoabschlag vorgenommen werden. In der Bewertungspraxis ist hingegen zu beobachten, dass anstatt der Anwendung des Risikoabschlags eine Diskontierung mit dem risikolosen Basiszinssatz erfolgt. Diese Vorgehensweise unterstellt, dass Kapitalerhöhungen, die in der Zukunft geplant sind, nicht mit Risiko behaftet sind. Diesem Ansatz sind wir gefolgt.

⁸⁵ Vgl. Kapitel 5.1. (Tz. 277 ff).

⁸⁶ Vgl. Kapitel 5.1.3. (Tz. 277 ff) und 5.2. (Tz. 351 ff).

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

Ertragswertverfahren IDW S 1 - Ableitung der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse

in EUR Mio.	Planung					Konvergenz					TV	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
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%
Geplante Thesaurierung	15,9	172,6	191,5	211,9	241,9	163,3	113,9	88,5	82,6	51,6	24,6	24,9
Cashflow-to-Equity	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 Kapitalerhöhung	-	-137,2	-154,2	-172,3	-192,5	-100,0	-50,0	-25,0	-	-	-	-
davon Hinzurechnung als 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 Einlagerückgewähr	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>persönliche Steuern (26,4%)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,4	-10,3	-10,4	-20,0
davon Hinzur. als fiktive Thesaurierung	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,3	26,7	26,9
<i>persönliche Steuern (13,2%)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,4	-3,5	-3,6
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	52,7	59,5	67,0	75,1	84,9	79,1	79,9	79,3	63,5	86,3	100,7	96,9
Kapitalerhöhungen	-	-137,2	-154,2	-172,3	-192,5	-100,0	-50,0	-25,0	-	-	-	-

406. Der Anteil des Cashflows-to-Equity, den wir als Dividende berücksichtigt haben, ist aufgrund des steuerlichen Einlagekontos der TLG i.H.v. EUR 662,7 Mio. zum 31. Dezember 2016 teilweise von der Abgeltungssteuer befreit. Steuerlich werden Dividenden, die den ausschüttbaren Gewinn⁸⁷ übersteigen, als Einlagenrückgewähr behandelt und zunächst nicht mit Abgeltungssteuer belastet. Die steuerliche Einlagenrückgewähr führt jedoch gleichzeitig zu einer Reduzierung der steuerlichen Anschaffungskosten, so dass bei der Veräußerung der Anteile durch Aktionäre ein Veräußerungsgewinn realisiert wird, der wiederum der Abgeltungssteuer unterliegt. Somit ergibt sich aus dem steuerlichen Einlagekonto lediglich ein Steuerstundungseffekt und keine Steuerersparnis. Analog zu den Annahmen bei der fiktiven Thesaurierung haben wir diesen Steuerstundungseffekt durch den hälftigen Steuersatz i.H.v. 13,2% berücksichtigt. Da das steuerliche Einlagekonto steuerfreie Ausschüttungen bis über das Jahr des Terminal Values hinaus ermöglicht, haben wir die sich ergebende Steuerstundung barwertäquivalent in der ewigen Rente erfasst.

⁸⁷ Der ausschüttbare Gewinn ist definiert als: steuerliches Eigenkapital abzgl. gezeichnetes Kapital und steuerliches Einlagekonto (minimal 0).

407. Auf Basis der angesetzten Marktrisikoprämie i.H.v. 6,0% bzw. alternativ 5,5% ergeben sich folgende verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern:

Ertragswertverfahren IDW S 1 - Ableitung der Kapitalkosten nach persönlichen Steuern

	Planung					Konvergenz					TV	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Risikoloser Basiszinssatz (vor pers. 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%
<i>persönliche Steuern (26,4%)</i>	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%
Risikoloser Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	0,92%											
II. MRP 6,0% nach pers. Steuern												
Marktrisikoprämie (nach pers. 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%
Betafaktor	0,43	0,57	0,59	0,60	0,61	0,64	0,65	0,65	0,64	0,63	0,63	0,63
Risikoprämie (nach pers. Steuern)	2,60%	3,44%	3,53%	3,62%	3,69%	3,84%	3,88%	3,87%	3,87%	3,80%	3,77%	3,77%
Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	3,52%	4,36%	4,45%	4,54%	4,61%	4,76%	4,80%	4,79%	4,79%	4,72%	4,69%	4,69%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,00%
Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern & Wachstumsabschlag)	3,52%	4,36%	4,45%	4,54%	4,61%	4,76%	4,80%	4,79%	4,79%	4,72%	4,69%	3,69%
I. MRP 5,5% nach pers. Steuern												
Marktrisikoprämie (nach pers. Steuern)	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Betafaktor	0,43	0,54	0,55	0,57	0,58	0,61	0,61	0,61	0,61	0,60	0,60	0,60
Risikoprämie (nach pers. Steuern)	2,35%	2,97%	3,05%	3,13%	3,20%	3,33%	3,37%	3,37%	3,37%	3,32%	3,29%	3,29%
Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	3,27%	3,89%	3,97%	4,05%	4,12%	4,25%	4,29%	4,29%	4,29%	4,24%	4,21%	4,21%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,00%
Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern & Wachstumsabschlag)	3,27%	3,89%	3,97%	4,05%	4,12%	4,25%	4,29%	4,29%	4,29%	4,24%	4,21%	3,21%

408. Bei einer Marktrisikoprämie von 6,0% nach persönlichen Steuern betragen die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern zwischen 3,5% und 4,8%, bei einer Marktrisikoprämie von alternativ 5,5% zwischen 3,3% und 4,3%. Diese verschuldeten Eigenkapitalkosten werden für die Diskontierung der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse verwendet.

409. Für die Bewertung mit einer Marktrisikoprämie von 6,0% nach persönlichen Steuern ergibt sich ein Barwert der finanziellen Überschüsse i.H.v. EUR 2.313,8 Mio. und ein Barwert der Kapitalerhöhungen von EUR -806,0 Mio. Entsprechend der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswertes nach IDW S 1 ergibt sich somit für den Ertragswert der TLG ein Wert zum 17. November 2017 i.H.v. EUR 1.507,7 Mio.:

Ertragswertverfahren IDW S 1 - Ertragswert (MRP 6,0% nach persönlichen Steuern)

in EUR Mio.	Planung					Konvergenz					TV	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	52,7	59,5	67,0	75,1	84,9	79,1	79,9	79,3	63,5	86,3	100,7	96,9
<i>Kapitalisierungszinssatz</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,7%</i>	<i>3,7%</i>
Barwertfaktor	0,966	0,93	0,89	0,85	0,81	0,77	0,74	0,70	0,67	0,64	0,61	16,62
Barwert der zu diskontierenden finanz. Überschüsse	50,9	55,1	59,4	63,7	68,8	61,2	59,0	55,9	42,7	55,4	61,7	1.610,6
Σ BW der finanz. Überschüsse 31. Dezember 2016	2.244,3											
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	<i>1,03</i>											
Σ BW der finanz. Überschüsse 17. November 2017	2.313,8											
Kapitalerhöhungen	-	-137,2	-154,2	-172,3	-192,5	-100,0	-50,0	-25,0	-	-	-	-
<i>Kapitalisierungszinssatz</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,9%</i>
Barwertfaktor	0,99	0,98	0,97	0,96	0,96	0,95	0,94	0,93	0,92	0,91	0,90	98,24
Barwert der Kapitalerhöhungen	-	-134,7	-150,0	-166,1	-183,9	-94,7	-46,9	-23,2	-	-	-	-
Σ BW der Kapitalerhöhungen 31. Dezember 2016	-799,6											
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	<i>1,01</i>											
Σ BW der Kapitalerhöhungen 17. November 2017	-806,0											
Ertragswert zum 17. November 2017	1.507,7											

410. Bei der alternativen Marktrisikoprämie von 5,5% ergibt sich analog ein Ertragswert i.H.v. EUR 1.861,5 Mio.:

Ertragswertverfahren IDW S 1 - Ertragswert (MRP 5,5% nach persönlichen Steuern)

in EUR Mio.	Planung					Konvergenz					TV	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	52,7	59,5	67,0	75,1	84,9	79,1	79,9	79,3	63,5	86,3	100,7	96,9
<i>Kapitalisierungszinssatz</i>	3,3%	3,9%	4,0%	4,1%	4,1%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	3,2%
<i>Barwertfaktor</i>	0,97	0,93	0,90	0,86	0,83	0,79	0,76	0,73	0,70	0,67	0,64	20,04
Barwert der zu diskontierenden finanz. Überschüsse	51,0	55,5	60,1	64,7	70,3	62,8	60,8	57,9	44,4	57,9	64,9	1.942,7
Σ BW der finanz. Überschüsse 31. Dezember 2016	2.593,0											
<i>Aufzinsungsfaktor</i>												1,03
Σ BW der finanz. Überschüsse 17. November 2017	2.667,5											
Kapitalerhöhungen	-	-137,2	-154,2	-172,3	-192,5	-100,0	-50,0	-25,0	-	-	-	-
<i>Kapitalisierungszinssatz</i>	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
<i>Barwertfaktor</i>	0,99	0,98	0,97	0,96	0,96	0,95	0,94	0,93	0,92	0,91	0,90	98,24
Barwert der Kapitalerhöhungen	-	-134,7	-150,0	-166,1	-183,9	-94,7	-46,9	-23,2	-	-	-	-
Σ BW der Kapitalerhöhungen 31. Dezember 2016	-799,6											
<i>Aufzinsungsfaktor</i>												1,01
Σ BW der Kapitalerhöhungen 17. November 2017	-806,0											
Ertragswert zum 17. November 2017	1.861,5											

5.5.1.1. Minderheiten

411. Die Unternehmensplanung der TLG sieht keinen Minderheiten zustehenden Anteil am Konzerngewinn vor. Daher ist keine Minderung des Ertragswerts aufgrund von Minderheiten bei der TLG notwendig.

5.5.1.2. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

412. Die Aufsatzbilanz 2016 wurde um zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerten i.H.v. EUR 19,2 Mio. bereinigt. Ein Ausweis der zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte erfolgt nach Auskunft der TLG nur für Vermögenswerte, für die bereits ein Kaufvertrag geschlossen wurde. Der Buchwert dieser Vermögenswerte entspricht hierbei dem vereinbarten Kaufpreis und wird in dieser Höhe als Sonderwert in der Bewertung berücksichtigt.
413. Den zusätzlichen Sonderwert aus der Beteiligung der TLG an der WCM, welcher erst zum Zeitpunkt der Sachkapitalerhöhung, an die TLG übertragen wird, erläutern und bewerten wir in Kapitel 5.5.5. gesondert.

5.5.1.3. Wert des Eigenkapitals vor Sachkapitalerhöhung

414. Der Wert des Eigenkapitals vor der Sachkapitalerhöhung beträgt zum 17. November 2017 unter Berücksichtigung der Sonderwerte i.H.v. EUR 19,2 Mio. und dem Ertragswert i.H.v. rd. EUR 1.507,7 Mio. insgesamt rd. EUR 1.526,9 Mio. bei einer Marktrisikoprämie von 6,0%:

Wert des Eigenkapitals vor Sachkapitalerhöhung (MRP 6,0% nach persönlichen Steuern)

in EUR Mio.

Ertragswert zum 17. November 2017	1.507,7
Sonderwerte	19,2
Wert des Eigenk. v. Sachk. zum 17. November 2017	1.526,9

415. Bei einer Marktrisikoprämie i.H.v. 5,5% ergibt sich nachrichtlich ein Wert des Eigenkapitals vor Sachkapitalerhöhung i.H.v. EUR 1.880,7 Mio. zum 17. November 2017:

Wert des Eigenkapitals vor Sachkapitalerhöhung (MRP 5,5% nach persönlichen Steuern)

in EUR Mio.

Ertragswert zum 17. November 2017	1.861,5
Sonderwerte	19,2
Wert des Eigenk. v. Sachk. zum 17. November 2017	1.880,7

5.5.2. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

416. Zur Plausibilisierung des Werts des Eigenkapitals vor der Sachkapitalerhöhung auf Basis der Ertragswertmethode werden Wertbandbreiten auf Basis der Multiplikator-Methode ermittelt. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig Umsatz- oder Ergebnisgröße) des Unternehmens und dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von börsennotierten Peer Group-Unternehmen (Börsenmultiplikatoren) abgeleitet wird.
417. Zur Bewertung der TLG kommen zunächst die bei vergleichbaren Unternehmen am Markt beobachtbaren Börsenkurse und daraus abgeleitete Multiplikatoren in Betracht. Im Gegensatz zur Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group ist bei einer vergleichenden Marktbewertung anhand von Börsenmultiplikatoren nicht die Länge der historischen Börsennotierung, sondern vielmehr die Güte der zukunftsgerichteten Analystenschätzungen der Bezugsgrößen entscheidend. Daher können zunächst alle in der Peer Group-Auswahl⁸⁸ identifizierten Peer Group-Unternehmen in die Bewertung einbezogen werden. Die nachfolgenden Analysen basieren auf Multiplikatoren der Planjahre 2017, 2018 und 2019.
418. Im Konzept des IDW S 1 dient die vergleichende Bewertung anhand von Multiplikatoren der Plausibilisierung des Ertragswerts. Insofern sind die abgeleiteten Multiplikatoren nicht als eigenständige Bewertung zu betrachten.

⁸⁸ Vgl. Kapitel 3.3.2. (Tz. 210 ff).

419. Für die Ableitung von Multiplikatoren für die TLG wird zunächst die Planungsrechnung des Bewertungsobjekts mit den Schätzungen für die Peer Group-Unternehmen verglichen. Um angemessene Umsatz-, EBIT- und FFO-Multiplikatoren aus der Peer Group abzuleiten, wird zusätzlich auf die maßgeblich wertbeeinflussenden Faktoren Wachstum und Profitabilität abgestellt.
420. Die Kapitalmarktdaten, die der Bewertung anhand der Multiplikator-Methode zugrunde liegen, wurden zum Stichtag 29. September 2017 berücksichtigt.

421. **Umsatz-Multiplikator**

EBIT-Margen und Wachstumserwartungen haben für den Umsatz-Multiplikator einen hohen Erklärungsgehalt. Zur Auswahl der für die TLG relevanten Multiplikatoren wurde auf das Margen-/Wachstumsprofil der Peer Group-Unternehmen abgestellt:

	Umsatzwachstum p.a.			Umsatz-CAGR		EBIT-Marge			Umsatz-Multiplikator		
	2017	2018	2019	'16-'19	'17-'19	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Hamborner REIT AG	6,4%	11,0%	6,5%	7,9%	8,7%	47,0%	47,6%	48,0%	16,5x	14,9x	14,0x
DIC Asset AG	n.m	-2,9%	1,9%	n.a.	-0,5%	62,8%	58,8%	62,8%	19,0x	19,6x	19,2x
VIB Vermögen AG	5,8%	5,7%	5,6%	5,7%	5,6%	84,0%	83,1%	80,1%	14,6x	13,8x	13,1x
DEMIRE Deutsche Mittelstand	n.m.	4,1%	6,9%	n.a.	5,5%	56,6%	74,0%	79,1%	12,0x	11,5x	10,8x
alstria office REIT-AG	-7,6%	2,9%	2,5%	-0,9%	2,7%	97,2%	82,9%	79,0%	17,4x	16,9x	16,5x
Deutsche Euroshop AG	-5,0%	1,9%	0,6%	-0,9%	1,2%	87,2%	87,2%	86,3%	17,7x	17,4x	17,3x
Mittelwert	-0,1%	3,8%	4,0%	3,0%	3,9%	72,5%	72,3%	72,6%	16,2x	15,7x	15,1x
Median	0,4%	3,5%	4,1%	2,4%	4,1%	73,4%	78,5%	79,1%	17,0x	15,9x	15,2x
TLG	9,4%	9,8%	10,3%	9,8%	10,1%	73,4%	77,3%	77,5%			

422. Im Vergleich zur Peer Group liegt das erwartete Umsatzwachstum im Betrachtungszeitraum 2017 bis 2019 insgesamt oberhalb der Peer Group-Bandbreite. In Bezug auf die EBIT-Marge liegt es relativ nah am Median der Peer Group. Bezieht man sowohl die Wachstums- als auch die Margenerwartungen in die Analyse ein, kann man das Unternehmen VIB Vermögen AG als Unternehmen mit dem am ehesten vergleichbaren Wachstums- und Margenprofil identifizieren. Entsprechend wurde eine Bandbreite aus dem Umsatz-Multiplikator der VIB Vermögen AG und dem Peer Group-Median zur Bewertung herangezogen.

423. **EBIT-Multiplikator**

Für EBIT-Multiplikatoren ist das Wachstumsprofil der wesentliche Treiber. Entsprechend wird bei der Auswahl der geeigneten Multiplikatoren insbesondere auf das Wachstumsprofil abgestellt:

	Umsatzwachstum p.a.			Umsatz-CAGR		EBIT-Marge			EBIT-Multiplikator		
	2017	2018	2019	'16-'19	'17-'19	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Hamborner REIT AG	6,4%	11,0%	6,5%	7,9%	8,7%	47,0%	47,6%	48,0%	35,1x	31,3x	29,1x
DIC Asset AG	n.m	-2,9%	1,9%	n.a.	-0,5%	62,8%	58,8%	62,8%	30,3x	33,3x	30,7x
VIB Vermögen AG	5,8%	5,7%	5,6%	5,7%	5,6%	84,0%	83,1%	80,1%	17,4x	16,6x	16,3x
DEMIRE Deutsche Mittelstand	n.m.	4,1%	6,9%	n.a.	5,5%	56,6%	74,0%	79,1%	21,2x	15,6x	13,6x
alstria office REIT-AG	-7,6%	2,9%	2,5%	-0,9%	2,7%	97,2%	82,9%	79,0%	17,9x	20,4x	20,8x
Deutsche Euroshop AG	-5,0%	1,9%	0,6%	-0,9%	1,2%	87,2%	87,2%	86,3%	20,3x	19,9x	20,0x
Mittelwert	-0,1%	3,8%	4,0%	3,0%	3,9%	72,5%	72,3%	72,6%	23,7x	22,9x	21,8x
Median	0,4%	3,5%	4,1%	2,4%	4,1%	73,4%	78,5%	79,1%	20,7x	20,2x	20,4x
TLG	9,4%	9,8%	10,3%	9,8%	10,1%	73,4%	77,3%	77,5%			

424. Aufgrund des Wachstumsprofils wird auch für den EBIT-Multiplikator eine Bandbreite aus der VIB Vermögen AG und dem Peer Group-Median herangezogen.

425. FFO-Multiplikator

Um die branchenübliche Verwendung der FFO zu berücksichtigen, wird ebenfalls der FFO-Multiplikator verwendet. Dieser wird, wie auch der EBIT-Multiplikator, maßgeblich vom Wachstum getrieben:

	Umsatzwachstum p.a.			Umsatz-CAGR		FFO-Marge			FFO-Multiplikator		
	2017	2018	2019	'16-'19	'17-'19	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Hamborner REIT AG	6,4%	11,0%	6,5%	7,9%	8,7%	60,1%	62,2%	61,0%	16,3x	14,2x	13,6x
DIC Asset AG	n.m.	-2,9%	1,9%	n.a.	-0,5%	57,7%	60,3%	63,2%	10,7x	10,6x	9,9x
VIB Vermögen AG	5,8%	5,7%	5,6%	5,7%	5,6%	46,9%	49,9%	51,2%	15,0x	13,3x	12,3x
DEMIRE Deutsche Mittelstand	n.m.	4,1%	6,9%	n.a.	5,5%	n/m	n/m	n/m	21,1x	10,9x	7,5x
alstria office REIT-AG	-7,6%	2,9%	2,5%	-0,9%	2,7%	59,0%	60,6%	60,8%	16,2x	15,4x	14,9x
Deutsche Euroshop AG	-5,0%	1,9%	0,6%	-0,9%	1,2%	64,7%	66,3%	67,1%	13,1x	12,6x	12,4x
Mittelwert	-0,1%	3,8%	4,0%	3,0%	3,9%	57,7%	59,9%	60,6%	15,4x	12,8x	11,8x
Median	0,4%	3,5%	4,1%	2,4%	4,1%	59,0%	60,6%	61,0%	15,6x	13,0x	12,3x
TLG	9,4%	9,8%	10,3%	9,8%	10,1%	58,6%	60,9%	60,8%			

426. Analog zum Umsatz- und EBIT-Multiplikator wird zur Bewertung anhand des FFO-Multiplikators ebenso die Bandbreite aus der VIB Vermögen AG und dem Peer Group-Median verwendet.

427. Ergebnis der Multiplikator-Methode

Für die Bestimmung der verdichteten Multiplikator-Bandbreite haben wir im Folgenden alle Multiplikatoren gleichgewichtet. Somit erhält der durchschnittliche Wert des Eigenkapitals auf Basis der Unternehmensgesamtwert-Multiplikatoren ein Gewicht von rd. 66,6% und der Wert des Eigenkapitals auf Basis der Eigenkapitalwert-Multiplikatoren ein Gewicht von rd. 33,3%. Die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals vor der Sachkapitalerhöhung zum 17. November 2017 liegt auf Basis der Bezugsgrößen Umsatzerlöse, EBIT⁸⁹ sowie FFO zwischen EUR 1.378,5 Mio. und EUR 1.694,4 Mio.:

⁸⁹ Das EBIT für das Jahr 2017 wurde für die Multiplikator-Bewertung um die einmaligen Kosten für die WCM-Übernahme i.H.v. EUR 2,7 Mio. bereinigt.

Wertbandbreite anhand der Multiplikator-Methode (Börsen-Multiplikatoren)

in EUR Mio.	Ausgewählte Multiplikatoren			TLG Bezugsgröße	Unternehmenswert	
	Min	Max	Min		Max	
Unternehmensgesamtwert-Multiplikatoren						
Umsatz-Multiplikator 2017	14,6x	17,0x	158,0	2.303,7	2.678,4	
Umsatz-Multiplikator 2018	13,8x	15,9x	173,6	2.394,2	2.758,2	
Umsatz-Multiplikator 2019	13,1x	15,2x	191,4	2.500,6	2.914,2	
EBIT-Multiplikator 2017	17,4x	20,7x	118,6	2.057,5	2.459,8	
EBIT-Multiplikator 2018	16,6x	20,2x	134,2	2.228,0	2.706,0	
EBIT-Multiplikator 2019	16,3x	20,4x	148,3	2.419,6	3.029,4	
Unternehmensgesamtwert (Ø)				2.317,3	2.757,7	
- Verzinsliche Verbindlichkeiten				-1.054,4	-1.054,4	
Wert des Eigenkapitals (EV-Multiplikatoren)				1.262,9	1.703,3	

	Ausgewählte Multiplikatoren			TLG Bezugsgröße	Eigenkapitalwert	
	Min	Max	Min		Max	
Eigenkapitalwert-Multiplikatoren						
FFO-Multiplikator 2017	15,1x	15,6x	92,6	1.394,2	1.448,7	
FFO-Multiplikator 2018	13,0x	13,4x	105,6	1.371,9	1.414,8	
FFO-Multiplikator 2019	12,4x	12,4x	116,4	1.438,3	1.438,6	
Wert des Eigenkapitals (Ø, EqV-Multiplikatoren)				1.401,5	1.434,0	
Wert des Eigenkapitals auf Basis aller Multiplikatoren				1.309,1	1.613,5	
+ / (-) Sonderwerte				19,2	19,2	
Wert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2016				1.328,3	1.632,7	
Aufzinsungsfaktor				1,04	1,04	
Wert des Eigenkapitals zum 17. November 2017				1.378,5	1.694,4	

5.5.3. Vergleichsorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses

428. Gemäß IDW S 1 kann der Börsenkurs zu Plausibilisierungszwecken oder grundsätzlich als eigenständiges Bewertungsverfahren Berücksichtigung finden. Dennoch kann eine Verwendung des Börsenkurses als Grundlage des Unternehmenswerts eine Fundamentalbewertung nicht ersetzen, sofern diese Bewertung auf einer besseren und breiteren Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt basiert.

429. Die Aktien der TLG sind unter der International Securities Identification Number (ISIN) DE000A12B8Z4 und dem Börsenkürzel TLG zum Handel im regulierten Markt an der Wertpapierbörse in Frankfurt am Main (Prime Standard) zugelassen. Des Weiteren werden die Aktien über das Handelssystem XETRA gehandelt.

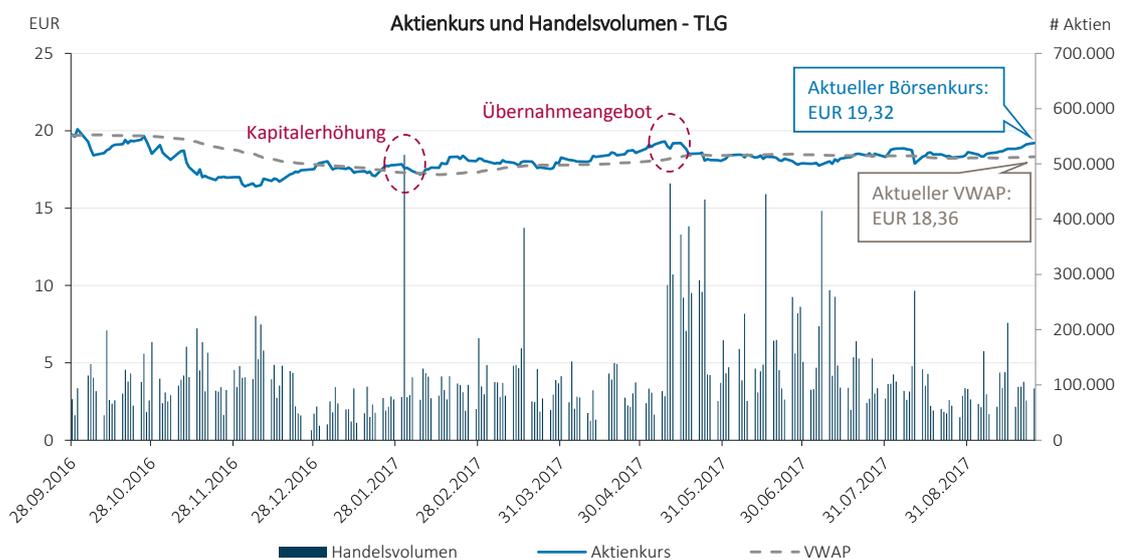
430. **Maßgeblicher Börsenkurs**

Gemäß der DAT/ALTANA-Entscheidung des BVerfG bzw. der Stollwerck-Entscheidung ist bei der Verwendung des Börsenkurses auf einen sog. Referenzkurs zurückzugreifen. Dieser Referenzkurs berechnet sich aus dem volumengewichteten Durchschnittskurs über einen Zeitraum von drei Monaten vor der Ankündigung des Beherrschungsvertrags (sog. „VWAP“ oder „Dreimonatsdurchschnittskurs“). Im Gegensatz zu einem Stichtagskurs unterliegt dieser in geringerem Maße Zufallseinflüssen und kurzfristigen Verzerrungen. Hierfür spricht auch die WpÜGAngebV⁹⁰, nach der die nach Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz bei Übernahme- und

⁹⁰ § 5 Abs. 1, 3 WpÜGAngebV.

Pflichtangeboten anzubietende angemessene Gegenleistung sich ebenfalls als gewichteter Dreimonatsdurchschnittskurs (VWAP) der inländischen Börsenkurse ermittelt. Maßgeblich ist hierbei ein dreimonatiger Referenzzeitraum vor Ankündigung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme. Aus diesem Grund wird im Folgenden untersucht inwieweit der im Rahmen des Beherrschungsvertrags ermittelte Wert des Eigenkapitals der TLG vor Sachkapitalerhöhung i.H.v. EUR 1.526,9 Mio. über dem als Untergrenze geltenden Dreimonatsdurchschnittskurs liegt.

431. In der folgenden Abbildung wird der Verlauf des Aktienkurses und des nach dem Handelsvolumen gewichteten dreimonatigen Durchschnittskurses der TLG-Aktie vom 28. September 2016 bis zum letzten Stichtag für die Datenabfrage am 28. September 2017 dargestellt.⁹¹



432. Der Dreimonatsdurchschnittskurs der TLG-Aktie bis zum Zeitpunkt der Ankündigung der Absicht, einen Beherrschungsvertrag abschließen zu wollen, am 29. September 2017 beträgt EUR 18,36.⁹² Dies entspricht einer Marktkapitalisierung von EUR 1.361,9 Mio. Der ermittelte Ertragswert vor Sachkapitalerhöhung i.H.v. EUR 1.526,9 Mio. entspricht in Bezug auf den Dreimonatsdurchschnittskurs einer Prämie von 12,1%. Damit steht der für die TLG ermittelte Wert des Eigenkapitals im Einklang mit der Stollwerck- und DAT/ALTANA Rechtsprechung. Da zwischen dem Stichtag des hier ermittelten Dreimonatsdurchschnittskurses und der beschlussfassenden Hauptversammlung der WCM weniger als zwei Monate liegen, ist eine Hochrechnung gemäß der Stollwerck- und DAT/ALTANA Rechtsprechung nicht notwendig.

433. In den 12 Monaten vor dem Stichtag der Datenerhebung sank der Aktienkurs (jeweils Tageschlusskurs, Handelsplattform XETRA der Deutsche Börse AG) insgesamt leicht von EUR 19,75 am 28. September 2016 auf EUR 19,32 zum 28. September 2017 ab, was einem Rückgang um

⁹¹ Die Abfrage der Kapitalmarktdaten einschl. des Börsenkurses erfolgt anhand der Kapitalmarktdatenbank S&P Capital IQ.

⁹² Der dargestellte Dreimonatsdurchschnittskurs wurde auf Basis der Kapitalmarktdatenbank S&P Capital IQ ermittelt. Im Vergleich zur Berechnungsweise der BaFin können geringfügige Differenzen auftreten.

2,2% entspricht. Eine Berücksichtigung des Stichtagskurses ist jedoch im Einklang mit der Rechtsprechung und den Bewertungsgrundsätzen des IDW S 1 aufgrund von Zufallseinflüssen und kurzfristigen Verzerrungen nicht erforderlich.

434. Insgesamt weist der Aktienkursverlauf im Betrachtungszeitraum keine auffälligen Sprünge auf, die auf eine Verzerrung des Börsenkurses und eingeschränkte Aussagekraft des Aktienkurses für den Verkehrswert der TLG-Aktien aufgrund von außerordentlichen Ereignissen schließen lassen. Die angekündigten größeren Ankäufe von neuen Immobilien in den Monaten September 2016, Oktober 2016 und Juli 2017 spiegelten sich nicht in einer übermäßig hohen Reaktion des Börsenkurses wider. Auch die Veröffentlichung von Quartals-, Halbjahres- und Jahreszahlen hatte keinen großen Einfluss auf den Kurs der TLG-Aktie. Ein erhöhtes Handelsvolumen konnte jedoch Ende Januar 2017 bei der Ankündigung einer Kapitalerhöhung und in Folge des Übernahmeangebots für die WCM im Mai 2017 beobachtet werden. Das hohe Handelsvolumen spiegelte sich allerdings nicht in einer größeren Reaktion des Kurses wider. Insgesamt sind im Betrachtungszeitraum trotz dieser Ereignisse keine Kurssprünge zu beobachten.

435. **Kurs- und Liquiditätsanalyse der TLG-Aktie**

Im Zusammenhang mit der Analyse des Börsenkurses ist ferner zu prüfen, inwieweit der Börsenkurs als eigenständiges Bewertungsverfahren oder zur Ermittlung von Betafaktoren oder Börsenmultiplikatoren geeignet ist. Im Rahmen der folgenden Aktienkursanalyse werden die Entwicklung des täglichen Handelsvolumens (im Verhältnis zum gesamten Aktienbestand) sowie die Transaktionskosten (in Form des sog. Bid-Ask-Spreads) untersucht, um die Liquidität der TLG-Aktie im Zeitablauf beurteilen zu können. Falls der Anteil des Handelsvolumens im Verhältnis zum gesamten Aktienbestand und das Handelsvolumen gering sind, sowie der Kurs von sonstigen nicht wertbezogenen Ereignissen beeinflusst ist, kann aufgrund eingeschränkter „Marktgängigkeit“ dem Börsenkurs keine Bedeutung für weitere Analysen beigemessen werden.⁹³ Ein weiteres Kriterium wäre die Anzahl der Aktien, die sich im Streubesitz befinden (der sog. Free Float) und das tägliche Handelsvolumen in Prozent des Free Float.

436. Zur Überprüfung der Liquidität der TLG-Aktie bietet sich eine Reihe von möglichen Liquiditätskriterien an. So wird in der deutschen Rechtsprechung regelmäßig auf die Anzahl aktiver Handelstage, den Anteil des Free Floats im Verhältnis zum Aktienbestand sowie die durchschnittlichen täglichen Handelsvolumina, bezogen auf den gesamten Aktienbestand und den Free Float, abgestellt. Gemäß der gängigen Rechtsprechung⁹⁴ wird ein Börsenkurs demnach im Regelfall nicht verworfen und gilt als ausreichend liquide, sofern:

- a. der Free Float größer ist als 5%,
- b. an mehr als einem Drittel der möglichen Handelstage aktiver Handel besteht und/oder

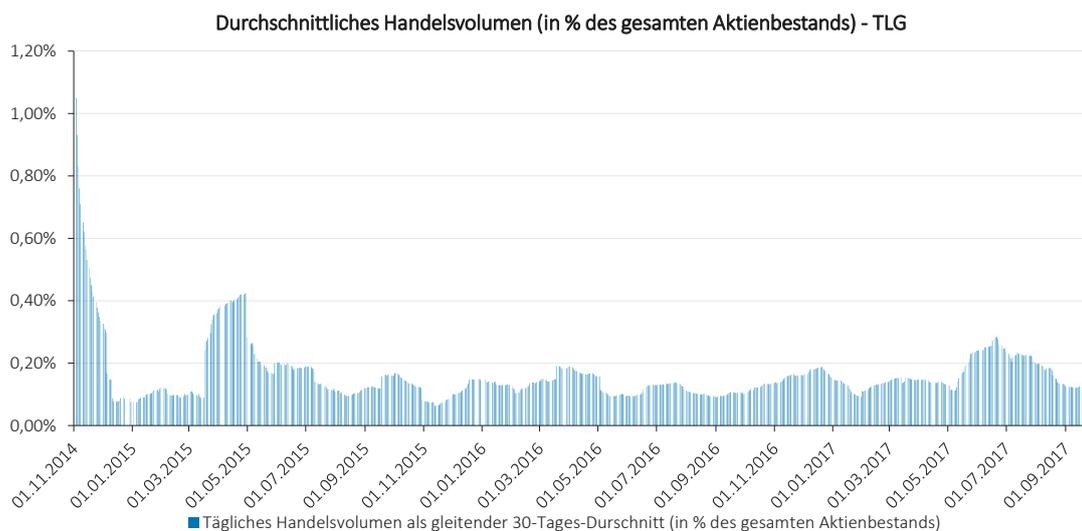
⁹³ Vgl. hierzu Beschluss des BVerfG. vom 27. April 1999, „DAT/Altana“.

⁹⁴ Herangezogene Rechtsprechung, u.a.: BGH-Beschluss vom 12. März 2001, Az. II ZB 15/00; OLG München, Beschluss vom 11. Juli 2006, Az. 31 Wx 041/05 und 06/05; OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 2. November 2006, Az. 20 W 233/93; LG Frankfurt a.M., Beschluss vom 17. Januar 2006, Az. 3.5 O 75/03. Laut § 5 Abs. 4 WpÜGAngebV sollten zudem „mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse“ um nicht mehr als 5% voneinander abweichen, um den Börsenkurs zur Bestimmung der Höhe der Gegenleistung heranziehen zu können.

c. mehr als 0,01% des gesamten Aktienbestands pro Tag gehandelt werden.⁹⁵

Zusätzlich werden die genannten Richtwerte in Relation zu Marktindizes betrachtet.

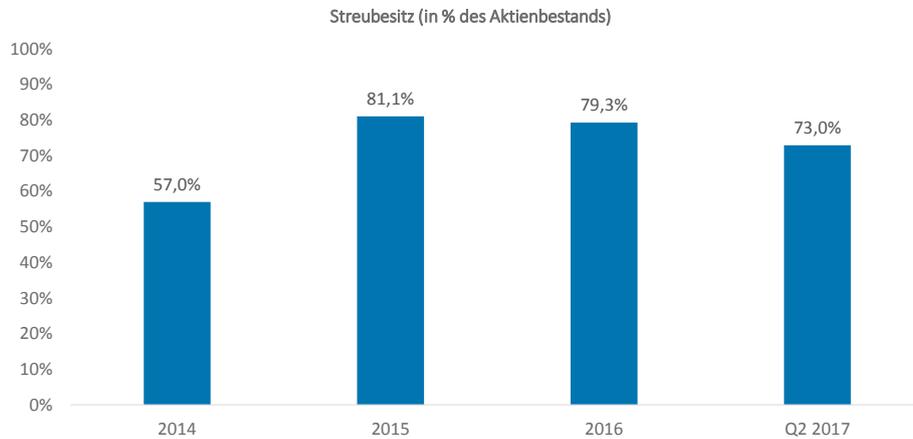
437. Die TLG-Aktie wurde im Referenzzeitraum an ausreichend vielen Handelstagen mit ausreichenden Volumina gehandelt, d.h. Börsenkurse konnten festgestellt werden und die Börsenkurse wiesen auch keine erheblichen Kurssprünge an nacheinander gelagerten Handelstagen auf.



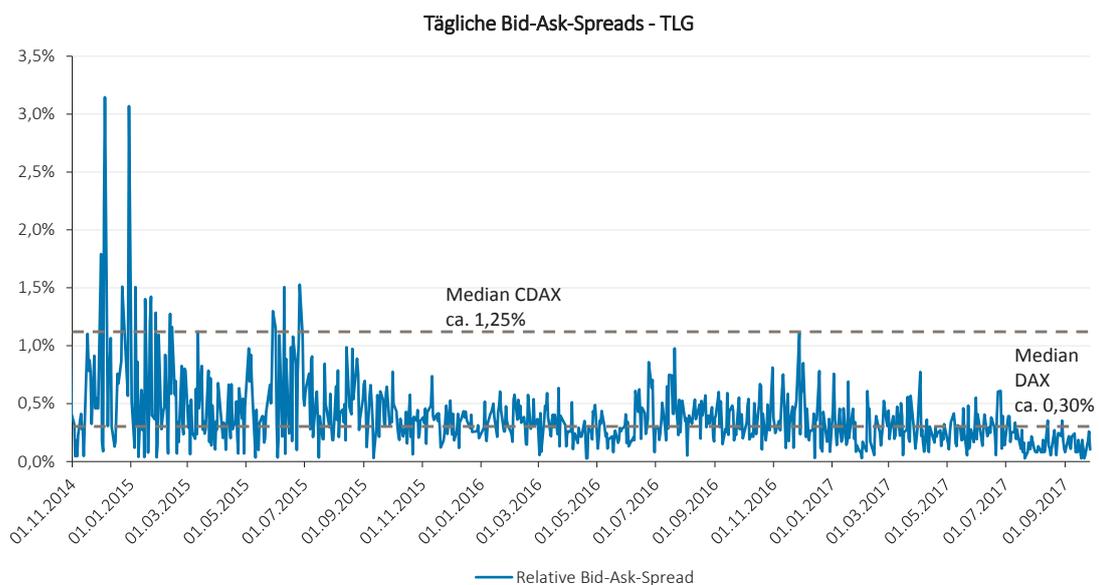
438. Das Handelsvolumen in Bezug auf den gesamten Aktienbestand ist im Beobachtungszeitraum durchweg deutlich größer 0,01%. Über den betrachteten Zeitraum hinweg betrug das durchschnittliche Handelsvolumen ca. 99 Tsd. Stück oder 0,15% des gesamten Aktienbestands.

⁹⁵ Ebenso kann das tägliche Handelsvolumen in Bezug zum Streubesitz als Kriterium herangezogen werden.

439. Darüber hinaus ist die Mehrzahl der gesamten Aktien im Streubesitz (sog. Free Float). Im Zeitraum vom 31. Dezember 2014 bis zum 30. Juni 2017 lag der Streubesitz zwischen 57,0% zum 31. Dezember 2014 und 81,1% zum 31. Dezember 2015. Die dargestellte Höhe des Free Floats spricht ebenfalls nicht für eine eingeschränkte Liquidität der TLG-Aktien.



440. Im Rahmen der Liquiditätsanalyse besteht ferner die Möglichkeit, die Transaktionskosten zu berücksichtigen. Diese drücken sich u.a. in sog. Bid-Ask-Spreads aus. Der Bid-Ask-Spread ist die Differenz aus dem Preis, zu dem Marktteilnehmer ein Wertpapier sofort kaufen könnten (Ask-Price), und dem Preis, zu dem Marktteilnehmer sofort verkaufen könnten (Bid-Price). Ein hoher Spread wird auch als „Marktenge“ verstanden und stellt höhere Transaktionskosten dar. Der Bid-Ask-Spread ist also ein Maß für die Transaktionskosten und demnach nicht als Liquiditätsmaß im engeren Sinne zu verstehen, wengleich hohe Transaktionskosten mit niedriger Liquidität assoziiert werden:



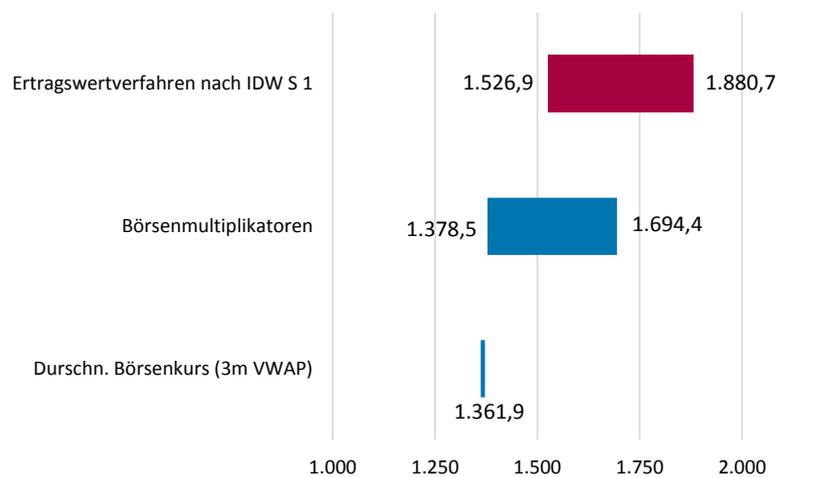
441. Aus der Darstellung des Bid-Ask-Spreads wird ersichtlich, dass die täglichen Bid-Ask-Spreads im Betrachtungszeitraum vom 1. November 2014 bis zum 28. September 2017 tendenziell abnehmen. Sinkende Bid-Ask-Spread sind im Allgemeinen mit höheren Handelsvolumen und dadurch einer höheren Liquidität in Verbindung zu bringen. Ende des Jahres 2014 erfolgte die erstmalige Börsennotierung der TLG. In den ersten Monaten der Notierung konnten noch vergleichsweise hohe Bid-Ask-Spreads beobachtet werden. Dies dürfte neben der Unbekanntheit der TLG am Kapitalmarkt auch auf den damals geringeren Streubesitz zurückzuführen sein. Über den Betrachtungszeitraum gewann die TLG an Portfoliogröße und Bekanntheit am Kapitalmarkt und vergrößerte außerdem ihren Free Float auf rd. 70% bis 80%.
442. Im letzten Jahr des Betrachtungszeitraums liegt der durchschnittliche Bid-Ask-Spreads bei 0,27%, was für eine hohe Handelsaktivität der TLG-Aktie spricht. Vergleichsweise liquide Aktien, die im DAX oder CDAX notiert sind, weisen im Median einen Bid-Ask-Spread von 0,30% für den DAX und 1,25% für den CDAX aus. Insgesamt liegt der Bid-Ask-Spread im Betrachtungszeitraum nur leicht über dem durchschnittlichen Bid-Ask-Spread der DAX-Unternehmen und deutlich unter dem der CDAX-Unternehmen, so dass hieraus auf eine hohe Liquidität der TLG-Aktien geschlossen werden kann.
443. Nach Interpretation der zuvor zu Grunde gelegten Rechtsprechung sind im Sinne „juristischer Liquiditätskriterien“ keine Anzeichen einer mangelnden Liquidität der TLG-Aktie im Referenzzeitraum gegeben, da die Aktie an ausreichend vielen Handelstagen gehandelt wurde, d.h. der Börsenkurs festgestellt werden konnte, und die Börsenkurse auch keine erheblichen Kurs-sprünge an nacheinander gelagerten Handelstagen aufwiesen.⁹⁶ Auch aus rein ökonomischer Sicht ist der Aktienhandel im Referenzzeitraum vom 1. November 2014 bis zum 28. September 2017 in seiner Liquidität nicht limitiert.

⁹⁶ Vgl. § 5 Abs. 4 WpÜGAngebV.

5.5.4. Fazit zum Stand Alone-Wert des Eigenkapitals

444. Der anhand des Ertragswertverfahrens ermittelte Wert des Eigenkapitals der TLG unter Verwendung einer Marktrisikoprämie von 6,0% beträgt vor der Sachkapitalerhöhung und ohne Berücksichtigung des Werts aus der Beteiligung an der WCM zum 17. November 2017 EUR 1.526,9 Mio. und liegt in der anhand der Börsenmultiplikatoren ermittelten Wertbandbreite. Zudem liegt dieser Ertragswert über dem durchschnittlichen Börsenkurs (VWAP). Eine Berücksichtigung des durchschnittlichen Börsenkurs als Untergrenze ist daher nicht erforderlich.
445. Der anhand einer Marktrisikoprämie von 5,5% vor persönlichen Steuern ermittelte Ertragswert der TLG i.H.v. EUR 1.880,7 Mio. liegt nicht in der anhand der Börsenmultiplikatoren ermittelten Wertbandbreite. Dies verdeutlicht, dass der Ansatz einer Marktrisikoprämie i.H.v. 5,5% vor persönlichen Steuern nicht zu einem angemessenen Ertragswert der TLG führt.

Wert des Eigenkapitals vor Sachkapitalerhöhung



5.5.5. Wert des Eigenkapitals nach Sachkapitalerhöhung

446. Um zum Wert des Eigenkapitals der TLG nach der Sachkapitalerhöhung und damit zum Wert je Aktie zu gelangen, ist der zusätzliche Sonderwert aus der Beteiligung an der WCM sowie die für die Übernahme der WCM-Aktien erforderliche Kapitalerhöhung und die damit verbundene Erhöhung der Anzahl der TLG-Aktien in der Bewertung zu berücksichtigen.
447. Bis zum 25. September 2017 wurde das dem Beherrschungsvertrag vorausgehende Übernahmeangebot insgesamt für 117.505.327 WCM-Aktien angenommen, was einem Anteil von rd. 85,89% am Grundkapital der WCM entspricht. Unter der Bedingung, dass sämtliche Vollzugsbedingungen des Übernahmeangebots erfüllt sind, erfolgt die Einbringung der WCM-Aktien, für die das Angebot angenommen wurde, per Sachkapitalerhöhung am 5. Oktober 2017. Die Ausgabe der im Gegenzug an die Aktionäre der WCM zu gewährenden neuen TLG-Aktien wird bis spätestens zum 11. Oktober 2017 beabsichtigt. Damit ist davon auszugehen, dass die aus

der Annahme des Übernahmeangebots resultierende Sachkapitalerhöhung der TLG zum Bewertungsstichtag bereits abgeschlossen sein wird. Der Wert der zum Bewertungsstichtag von der TLG gehaltenen Beteiligung an der WCM ist daher als Sonderwert zu berücksichtigen. Eine Erfassung der entsprechenden Beteiligungserträge der TLG erfolgte in der Planungsrechnung der TLG nicht.

448. Der Wert des Eigenkapitals der WCM beträgt gemäß dieser Gutachtlichen Stellungnahme zum 17. November 2017 EUR 465,7 Mio. bei einer Marktrisikoprämie von 6,0% und EUR 552,4 Mio. bei einer Marktrisikoprämie von 5,5%. Auf Basis der von der TLG erworbenen Beteiligung von 85,89% am Grundkapital der WCM entfällt hierauf ein anteiliger Unternehmenswert von EUR 400,0 Mio. bzw. EUR 474,5 Mio. Gleichzeitig erhöht sich die Anzahl der Aktien von 74,2 Mio. um rd. 20,4 Mio. auf 94,6 Mio.
449. Für den Wert des Eigenkapitals der TLG ergibt sich somit zum 17. November 2017 unter Berücksichtigung des Werts der WCM-Beteiligung i.H.v. EUR 400,0 Mio. und dem Ertragswert nach Sonderwerten i.H.v. EUR 1.526,9 Mio. insgesamt EUR 1.926,9 Mio. bei einer Marktrisikoprämie von 6,0%. Bei einer Aktienzahl von 94,6 Mio. entspricht dies einem Wert je Aktie von EUR 20,37:

Überleitung Wert des Eigenkapitals vor Sachkapitalerhöhung auf Wert des Eigenkapitals zum 17. November 2017

in EUR Mio. und in EUR	MRP 6,0%		MRP 5,5%	
	TLG	WCM	TLG	WCM
Wert des Eigenk. v. Sachkap.erh. zum 17. November 2017:	1.526,9	465,7	1.880,7	552,4
Aktienzahl vor Sachkapitalerhöhung	74,2	136,8	74,2	136,8
+ Sonderwert WCM-Beteiligung	400,0	-	474,5	-
+ Neu ausgegebene Aktien (in Mio.)	20,4	-	20,4	-
Wert des Eigenkapitals zum 17. November 2017	1.926,9	465,7	2.355,2	552,4
Aktienzahl nach Sachkapitalerhöhung	94,6	136,8	94,6	136,8
Wert je Aktie mit WCM-Beteiligung	20,37	3,40	24,89	4,04

450. Bei einer Marktrisikoprämie von 5,5% ergibt sich analog ein Wert je Aktie i.H.v. EUR 24,89, den wir nicht für angemessen erachten.

6. BEWERTUNG DER WCM

6.1. Plausibilisierung der Unternehmensplanung

6.1.1. Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung

451. Der Planungsprozess der WCM erfolgt grundsätzlich über einen mehrstufigen „Top-Down/Bottom-Up“-Ansatz. Der reguläre Planungsprozess der WCM startet jeweils ca. sechs Wochen vor der geplanten Verabschiedung der Planungsrechnung. Zunächst werden nach dem „Bottom-Up“-Ansatz die jeweils aktuellen Mieterdaten in das Planungstool der Gesellschaft eingespielt. Anhand der vertraglichen Konditionen wird je Immobilienobjekt eine detaillierte Planung der Mieterlöse, Leerstandskosten, nicht-umlagefähigen Betriebskosten sowie der Instandhaltung, Modernisierungs-, und Erweiterungsinvestitionen vorgenommen. Nach dem Auslauf eines Mietvertrags wird eine Anpassung des vertraglichen Mietzinses an die marktüblichen Mietkonditionen angenommen. Zudem werden bei Auslaufen der Mietverträge objektspezifische Leerstandzeiten berücksichtigt. Für die Anschlussvermietung werden wahrscheinlichkeitsgewichtete Szenarien für die Verlängerung des Vertrags mit den bestehenden Mietern oder des Abschlusses neuer Mietverträge mit neuen Mietern berücksichtigt.
452. Ergänzt wird die Planung der Bestandsimmobilien um die im Rahmen der strategischen Zielvorgaben festgelegten Neuakquisitionen von Immobilienobjekten, die auf Basis historischer Erfahrungswerte und aktueller Marktentwicklungen, u.a. bezüglich der Mietpreise, Leerstandsquoten und Instandhaltungs- und Betriebskosten, in die Planung des Bestandsgeschäfts integriert werden. Die Planungen der einzelnen Immobilienobjekte werden dann zu Portfolioplanungen und anschließend zur Gesamtportfolioplanung aggregiert. Die im Rahmen des „Bottom-Up“-Ansatzes entstandene Gesamtportfolioplanung wird anschließend durch das Asset Management „Top-Down“ auf Plausibilität überprüft und Anpassungen werden, soweit erforderlich, auch im Hinblick auf die strategischen Unternehmensziele vorgenommen.
453. Zudem wird die Planung der Immobilienportfolios um die Planung der Overhead-Funktionen und die entsprechenden Kosten auf Unternehmensebene ergänzt. Diese umfasst die Sachkosten- und Personalkostenplanung sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, welche im Wesentlichen durch das Controlling erstellt werden. Außerdem wird eine detaillierte Darlehensplanung vorgenommen. Die Planung der Finanzverbindlichkeiten basiert ebenfalls auf den vertraglichen Darlehenskonditionen und dem erwarteten Zinsniveau.
454. Die letzte im regulären Planungsprozess erstellte Planungsrechnung wurde am 13. Dezember 2016 vom Vorstand dem Aufsichtsrat präsentiert und vom Aufsichtsrat zur Kenntnis genommen. Dabei wurde nur das Budgetjahr vom Vorstand präsentiert. Zudem wurde die Planung um einen Planungsausblick von zwei Jahren ergänzt, der nicht durch den Vorstand verabschiedet wurde.

455. Aufgrund der zeitlichen Distanz zwischen der im Dezember 2016 erstellten Planungsrechnung zum Bewertungsstichtag hat die Gesellschaft unterjährig eine Planungsaktualisierung vorgenommen, die wie im Dezember 2016 zusammen mit den Fachabteilungen vorgenommen wurden. Die wesentlichen Anpassungen betrafen die folgenden Punkte:

- Das Budgetjahr 2017 wurde auf Basis der Ist-Entwicklungen bis zum Halbjahr 2017 und einem aktualisierten Forecast für das restliche Geschäftsjahr 2017 angepasst.
- Änderungen, die über das Planjahr 2017 hinausgehen, betreffen im Wesentlichen den Zukauf einer Immobilie in Jena („MIA II-Portfolio“), den nicht erfolgten Verkauf eines Objekts in Berlin, einen ungeplanten Verkauf eines kleinen Objekts und leicht niedrigere Mieteinnahmen im North Portfolio. Darüber hinaus wurden über Bankfinanzierungen mehr neue Mittel aufgenommen als in der Planung von Dezember 2016. Investitionen in den Bestand wurden aufgrund neuer Informationen teilweise in das Jahr 2018 verschoben. Die Anpassungen führen in Summe zu erhöhten Mieten. Weiterhin führen niedrigere Bewirtschaftungskosten im „MIA I“-Portfolio zu einer verbesserten Kostenquote.
- Im Vergleich zum im November 2016 erstellten Planungsausblick enthält die aktualisierte Planung eine Portfolioakquisition im Jahr 2018.

456. Die der Unternehmensbewertung zugrundeliegende Planungsrechnung der WCM umfasst die Jahre 2017 bis 2021. Die Planung der Jahre 2017 bis 2021 wurde vom Vorstand am 28. September 2017 verabschiedet und am 29. September 2017 vom Aufsichtsrat zur Kenntnis genommen. Die Planungsrechnung besteht aus einer integrierten Gewinn- und Verlustrechnung, einer Bilanzplanung und einer hieraus abgeleiteten Cashflow-Rechnung.

457. Wir haben die Planungsrechnung bis zum EBIT übernommen und um eine eigene Finanzbedarfsrechnung unter Berücksichtigung der Planung der Finanzverbindlichkeiten der WCM ergänzt. Zur Berücksichtigung der steuerlichen Verlustvorträge wurde zudem auf Basis der Planungsannahmen der WCM eine detaillierte Planung der Steuern vom Einkommen und Ertrag erstellt. Hierbei wurden nur die zahlungswirksamen Steuern berücksichtigt und von nicht zahlungswirksamen latenten Steuern abstrahiert. Die Annahmen zu sonstigen Posten der Bilanz- und Gewinn- und Verlustrechnung wurden unverändert übernommen.

458. Darüber hinaus hat die WCM eine Planungsfortführung für die Geschäftsjahre 2022 bis 2026 erstellt. Diese Planungsfortführung ist Bestandteil der Unternehmenssteuerung der WCM, wurde jedoch nicht vom Vorstand verabschiedet. Die Planungsfortführung basiert auf dem gleichen Preis-Mengen-Gerüst und Planungsannahmen, wie die verabschiedete Unternehmensplanung. Sie stellt daher eine geeignete Grundlage zur Schätzung der finanziellen Überschüsse über das letzte Planjahr 2021 hinaus dar. Die Planungsfortführung wurde für die Unternehmensbewertung ebenfalls bis zum EBIT übernommen.⁹⁷

⁹⁷ Vgl. Kapitel 6.2. (Tz. 533 ff).

6.1.2. Analyse der Planungstreue

459. Im Rahmen der Plausibilisierung der Planung haben wir neben der Analyse des Aufbaus der Planung und des Planungsprozesses grundsätzlich auch eine Analyse der bisherigen Planungstreue vorgenommen, um Erkenntnisse über die zukünftige Planungsgenauigkeit zu gewinnen. Zur Beurteilung der historischen Planungstreue wurde ein Zeitraum von zwei Jahren betrachtet, da aufgrund des operativen Neustarts der Gesellschaft Ende 2014, Planungsrechnungen nur für die Jahre 2015 und 2016 vorlagen. Hierbei wurden den jeweiligen Plan-Zahlen die erreichten Ist-Zahlen gegenübergestellt.
460. Insgesamt sind historisch keine hohen Planungsabweichungen aufgetreten. Wesentliche Planungsabweichungen beschränken sich auf das Bewertungsergebnis der Immobilien, Aufwendungen und Erträge im Zusammenhang mit durchgeführten bzw. abgebrochenen Transaktionen sowie Aufwendungen für das Aktienoptionsprogramm. In Bezug auf die auf Objektebene geplanten Mieterlöse und dem Ergebnis aus der Vermietung ist eine hohe Planungstreue festzustellen.
461. Aus dem Plan-/Ist-Vergleich kann somit geschlossen werden, dass historisch keine systematischen Planungsverfehlungen bestanden und die vorliegende Planungsrechnung der Gesellschaft somit eine geeignete Grundlage für die Bewertung darstellt.

6.1.3. Analyse der Planungsrechnung

462. Die Planungsrechnung der WCM wird anhand weiterführender Beurteilungsmaßstäbe – mithilfe von zeitraumbezogenen Kennzahlenanalysen und Benchmarking zur Peer Group – analysiert, um eine konsistente Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten gewährleisten zu können:

Gewinn- und Verlustrechnung

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	16-'21
Mieterlöse	-	10,4	32,6	46,1	55,8	56,0	58,8	58,7	12,5%
<i>Wachstum (in %)</i>	-	-	212,2%	41,3%	21,1%	0,3%	5,1%	-0,2%	
Nicht-umlagefähige Betriebskosten	-	0,6	0,9	1,5	2,0	2,1	2,1	2,1	17,7%
Instandhaltungen	-	0,3	0,4	1,2	1,7	1,7	1,8	1,8	32,1%
Sonstiges	-	0,0	1,4	2,0	2,9	3,3	2,0	2,5	11,7%
Ergebnis aus der Vermietung	-	9,6	29,8	41,3	49,2	48,9	53,0	52,3	11,9%
<i>Marge (in %)</i>	-	91,5%	91,4%	89,7%	88,2%	87,3%	90,0%	89,1%	
Personalaufwand	0,2	1,5	4,6	3,7	3,7	3,8	3,9	3,9	-3,1%
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	3,0	1,5	-	-	-	-	-	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,5	6,7	12,9	22,5	6,1	4,0	4,1	4,1	-20,3%
EBITDA	-0,7	4,3	13,8	15,2	39,4	41,1	45,0	44,3	26,2%
<i>Marge (in %)</i>	-	41,4%	42,4%	33,0%	70,6%	73,4%	76,6%	75,4%	
Abschreibungen	-	0,4	1,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	-24,6%
EBIT	-0,7	4,0	12,7	14,9	39,1	40,8	44,8	44,0	28,2%
<i>Marge (in %)</i>	-	38,0%	39,0%	32,4%	70,2%	72,9%	76,1%	75,0%	
Finanzergebnis	-0,2	-2,1	-7,1	-9,9	-11,8	-11,6	-11,1	-11,0	
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	-0,9	1,9	5,6	5,0	27,4	29,1	33,7	33,1	42,6%
Außerordentliches Ergebnis	-	-	-	0,1	-	-	-	-	
Rückanpassung Summe Bereinigungen	-	54,9	30,0	-	-	-	-	-	
Ergebnis vor Ertragsteuern	-0,9	56,8	35,6	5,2	27,4	29,1	33,7	33,1	-1,5%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-2,1	-0,9	17,0	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	-47,1%
<i>Effektive Steuerrate (in %)</i>	n.a.	-1,5%	47,9%	5,3%	1,6%	1,8%	2,2%	2,1%	
Jahresüberschuss	1,2	57,7	18,6	4,9	26,9	28,6	33,0	32,4	11,8%
<i>Marge (in %)</i>	-	n.a.	56,9%	10,6%	48,3%	51,2%	56,0%	55,1%	

6.1.3.1. Mieterlöse

463. Die Mieterlöse werden durch die WCM auf Objektebene anhand der Konditionen der Mietverträge sowie Annahmen zur Verlängerung der Mietverträge, den Leerstandszeiten und den mietfreien Zeiten für neue Mieter geplant. Insgesamt steigen die Mieterlöse im Planungszeitraum von EUR 32,6 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 58,7 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 12,5%. Die Entwicklung der Mieterlöse stellt sich im Planungszeitraum wie folgt dar:

Mieterlöse und Immobilienbestand

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung				CAGR	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	16-'21
Mieterlöse Bestand	-	10,4	32,6	46,1	46,5	46,4	49,1	49,4	
Mieterlöse Akquisitionen	-	n.a.	n.a.	n.a.	9,3	9,5	9,7	9,3	
Mieterlöse gesamt	-	10,4	32,6	46,1	55,8	56,0	58,8	58,7	12,5%
Wachstum (in %)	-	-	212,2%	41,3%	21,1%	0,3%	5,1%	-0,2%	
Bestandsvolumen	17,3	501,5	689,5	689,5	689,5	689,5	689,5	689,5	
Akquisitionen (kumuliert)	-	n.a.	n.a.	122,5	277,7	277,7	277,7	277,7	
Veräußerungen (kumuliert)	-	n.a.	n.a.	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	
Capex (kumuliert)	-	n.a.	n.a.	7,9	23,3	39,9	45,7	52,0	
Immobilienbestand gesamt	17,3	501,5	689,5	817,8	988,4	1.005,0	1.010,8	1.017,2	8,1%
Wachstum (in %)				18,6%	20,9%	1,7%	0,6%	0,6%	
Ø Immobilienbestand gesamt	n.a.	259,4	595,5	791,7	980,7	996,7	1.007,9	1.014,0	
Mietrendite auf Ø Immobilienbestand	n.a.	4,0%	5,5%	5,8%	5,7%	5,6%	5,8%	5,8%	

464. Der wesentliche Grund für das historische Wachstum und das Wachstum der Mieterlöse zu Beginn der Unternehmensplanung in den Jahren 2017 und 2018 sind die bereits getätigten bzw. geplanten Akquisitionen. Daher ergibt sich im Jahr 2017 ein Wachstum der Mieterlöse von 41,3% und im Jahr 2018 von 21,1%, welches auf Akquisitionen i.H.v. EUR 122,5 Mio.⁹⁸ im Jahr 2017 und EUR 155,3 Mio. im Jahr 2018 zurückzuführen ist. Den wesentlichen Posten der Akquisitionen im Jahr 2017 stellt der Erwerb der „MIA I-“ und „MIA II“-Portfolien dar. Das „MIA I“-Portfolio enthält drei Einzelhandelszentren in Sachsen-Anhalt, Thüringen und Baden-Württemberg, welche zum 30. März 2017 in den Immobilienbestand der WCM aufgenommen werden. Der Nettokaufpreis beträgt EUR 98,2 Mio. Die Finanzierung erfolgt durch Bankdarlehen und Eigenmittel. Das „MIA II“-Portfolio besteht aus einem Einzelhandelszentrum in Jena, welches zum 1. Februar 2017 in den Immobilienbestand aufgenommen wird. Der Nettokaufpreis liegt bei EUR 21,0 Mio. und wird größtenteils über eine Pflichtwandelanleihe und ein Bankdarlehen finanziert.⁹⁹

465. Mit der geplanten Akquisition im Jahr 2018 beträgt der Immobilienbestand EUR 988,4 Mio., so dass bereits im zweiten Planjahr das mittelfristig avisierte Ziel der WCM eines Immobilienbestands von EUR 1,0 Mrd. nahezu erreicht wird.¹⁰⁰ Das angenommene Akquisitionsportfolio für 2018 ist ein Einzelhandelsportfolio mit einem Bruttoankaufsvolumen von EUR 155,3 Mio. und einer Mietfläche von 110.000 Quadratmetern. Die Immobilien setzen sich aus einzelnen Supermärkten und Fachmarktzentren zusammen und sind deutschlandweit in Ballungsgebieten angesiedelt. Die annualisierte Miete beläuft sich auf EUR 9,3 Mio. und entspricht somit einer Nettoanfangsrendite von 6,0%. Mit Erreichen eines Immobilienbestands von ca. EUR 1,0 Mrd. plant die WCM im Planungszeitraum keine weiteren Akquisitionen.

466. Aufgrund des sehr hohen Wachstums des Immobilienbestands in den Jahren 2015 bis 2018 weist die WCM eine im Vergleich zur TLG deutlich höhere Net Loan-to-Value-Quote aus, was im weiteren Planungsverlauf die Möglichkeit der Immobilienakquisition und Finanzierung mit

⁹⁸ Die genannten Akquisitionen enthalten Umgliederungen in das Anlagevermögen i.H.v. EUR 2,3 Mio.

⁹⁹ Vgl. Kapitel 3.2.4.2 (Tz. 157 ff).

¹⁰⁰ Vgl. WCM Geschäftsbericht 2016, S. 5.

Eigen- und Fremdkapital einschränkt. Das geplante Akquisitionsportfolio wird anfänglich mit einer Fremdkapitalquote von 68% finanziert. Die WCM plant nach Abschluss der Akquisitionen die Net Loan-to-Value-Quote im Planungsverlauf durch Fremdkapitaltilgungen langfristig zu reduzieren. Die Tilgung des Fremdkapitals führt gleichzeitig zu geringeren finanziellen Überschüssen, die Eigenkapitalgebern zur Verfügung stehen. In Verbindung mit der ohnehin verhältnismäßig geringen FFO-Marge im Planungszeitraum erschwert dies die Aufnahme von Eigenkapital am Kapitalmarkt und damit insgesamt die Möglichkeit der Finanzierung von Immobilienakquisitionen. Dabei ist zudem zu berücksichtigen, dass das aktuell hohe Niveau der Immobilienpreise u.a. aufgrund des Niedrigzinsumfelds langfristig zu sinkenden Renditen führen könnte.

467. In den Jahren 2019 bis 2021 sind schwankende Wachstumsraten der Mieterlöse von insgesamt -0,2% bis 5,1% zu erkennen. Die schwankenden Wachstumsraten sind durch die Planung der Mieterlöse anhand der Konditionen und Laufzeiten der einzelnen Mietverträge auf Einzelobjektebene zu begründen. Bei Auslaufen eines Mietvertrags werden objektspezifische Leerstandsperioden sowie mietfreie Zeiten als Anreiz für neue Mieter geplant. Sofern bei einzelnen Objekten Mietverträge von einzelnen Schlüsselmieter auslaufen, führt dies dazu, dass im Planungszeitraum und in der erweiterten Planung auf Gesamtportfolioebene die Mieterlöse leicht rückläufig sind. In der Folgeperiode stellt sich aufgrund der angenommenen Wiedervermietung zum marktüblichen Mietpreis ein Wachstum der Umsatzerlöse dar. Darüber hinaus erfolgt nach Angaben der WCM eine Indexierung der Mietkonditionen mit der Inflation im Rahmen der vertraglichen Vereinbarungen. Insgesamt steigen die Mieterlöse des Immobilienbestands ab dem Jahr 2017 bis zum Jahr 2021 mit einer Wachstumsrate von durchschnittlich 1,8% p.a.
468. Eine Betrachtung der Mietrendite als Verhältnis der Mieterlöse und des durchschnittlichen Immobilienbestands zeigt eine im Planverlauf nahezu konstante Mietrendite i.H.v. 5,6% bis 5,8%. Der historische Vergleich ist aufgrund der unterjährigen Immobilienankäufe nur wenig aussagekräftig.

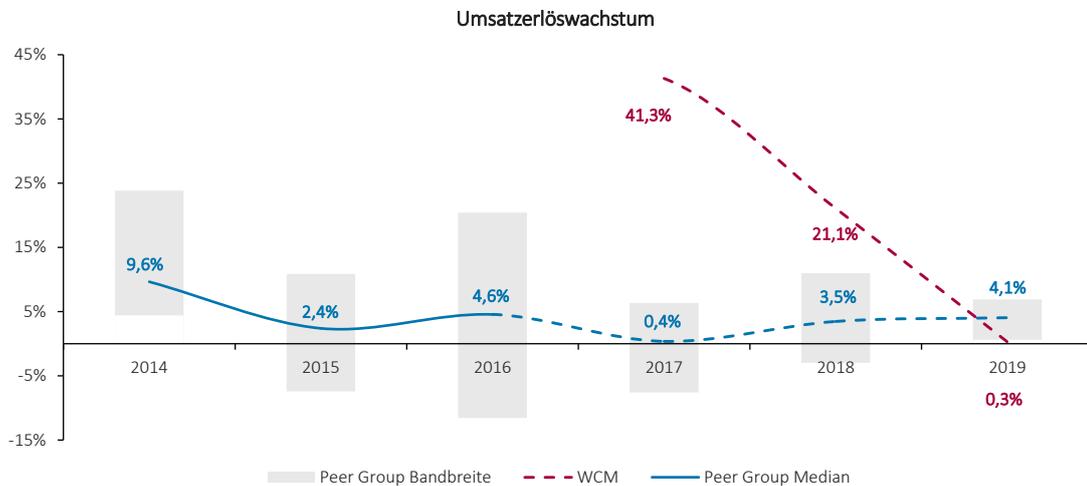
Mieterlöse pro Quadratmeter Fläche und Leerstandsquote

	Historie (bereinigt)			Planung				CAGR	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020		2021
Mieterlöse (in EUR Mio.)		10,4	32,6	46,1	55,8	56,0	58,8	58,7	12,5%
Wachstum (in %)		-	212,2%	41,3%	21,1%	0,3%	5,1%	-0,2%	
Ø Vermietbare Fläche (in T qm)		192	309	412	537	537	538	538	11,7%
Wachstum (in %)			60,9%	33,2%	30,4%	0,1%	0,1%	0,0%	
Mieterlös pro qm p.a. (in EUR)		54,4	105,5	112,0	104,0	104,2	109,4	109,2	
Wachstum (in %)			n.a.	6,1%	-7,1%	0,2%	5,1%	-0,2%	
Ökonomische Leerstandsquote				4,6%	6,1%	5,8%	2,2%	2,5%	

469. Die Berechnung des durchschnittlichen Mieterlöses pro Quadratmeter der potentiell vermietbaren Flächen zeigt, dass die Mieterlöse pro Quadratmeter in den Jahren 2017 und 2018 leicht von EUR 112,0 auf EUR 104,0 pro Quadratmeter pro Jahr sinken, wobei die Berechnung für das Jahr 2017 durch unterjährige Ankäufe verzerrt ist. Anschließend steigt der durchschnittliche, jährliche Mieterlös pro Quadratmeter von EUR 104,2 im Jahr 2019 auf EUR 109,2 im Jahr 2021.

470. Die Betrachtung der ökonomischen Leerstandsquote verdeutlicht, dass der Verlauf der Mieterlöse im Planungszeitraum durch die Annahmen bezüglich des Leerstands getrieben ist. Die ökonomische Leerstandsquote setzt die erzielten Mieterlöse ins Verhältnis zur potentiellen Miete unter der Annahme einer Vollvermietung. Im Jahr 2020 steigen die Mieterlöse um 5,1% und die potentiell vermietbare Fläche bleibt nahezu konstant. Gleichzeitig sinkt die ökonomische Leerstandsquote von 5,8% im Jahr 2019 auf 2,2% im Jahr 2020. Folglich ist die angenommene Vermietung von zuvor leerstehenden Flächen der Haupttreiber des positiven Wachstums im Jahr 2020. Diese Entwicklung zeigt sich nicht nur im Planungszeitraum, sondern auch in der erweiterten Planungsrechnung, welche zur Prognose der finanziellen Überschüsse über den Planungszeitraum hinaus bis zum Jahr 2026 übernommen wurde.

471. In einem weiteren Schritt wird das geplante Wachstum der Mieterlöse von WCM mit Analystenprognosen für die Peer Group-Unternehmen verglichen.¹⁰¹



472. Das Wachstum der Umsatzerlöse der Peer Group-Unternehmen lag in den Jahren 2014 und 2016 im Median zwischen 2,4% bis 9,6%. Das Wachstum der Umsatzerlöse der WCM ist durch die Wiederaufnahme des operativen Geschäfts Ende des Jahres 2014 geprägt und weist hierdurch im Jahr 2016 mit 212,2% eine sehr hohe Wachstumsrate auf (Basiseffekt), die aus Darstellungsgründen nicht in die Grafik eingeflossen ist.

473. Das Umsatzerlöswachstum der Peer Group-Unternehmen liegt auf Basis der Analystenschätzungen im Median bei 0,4% im Jahr 2017. In den Jahren 2018 und 2019 prognostizieren die Analysten für die Peer Group-Unternehmen im Median Wachstumsraten von 3,5% und 4,1%. Das erwartete Umsatzerlöswachstum der WCM mit Wachstumsraten von 41,3% im Jahr 2017 und 21,1% im Jahr 2018 deutlich liegt oberhalb der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen. Das vergleichsweise hohe Wachstum im Jahr 2017 ist durch den Ankauf des MIA-Portfolios begründet. Auch für 2018 wird die Akquisition eines größeren Immobilien-Portfolios geplant. Aufgrund der zuvor beschriebenen Planungsmechanismen stellt sich im Jahr

¹⁰¹ Für die Peer Group-Unternehmen wurde vereinfachend auf die Umsatzerlöse abgestellt. Die Umsatzerlöse der WCM entsprechen den Mieterlösen. Analystenschätzungen für die Umsatzerlöse der Peer Group liegen in ausreichender Anzahl nur bis zum Jahr 2019 vor.

2019 ein Wachstum von lediglich 0,3% ein, welches sich unterhalb der Peer Group-Bandbreite befindet. Im Jahr 2020 befindet sich das Umsatzwachstum der WCM aufgrund des zuvor beschriebenen Leerstandsabbaus mit 5,1% leicht oberhalb der zuvor beobachteten Peer Group-Bandbreite und im Jahr 2021 mit -0,2% am unteren Ende der Bandbreite. Insgesamt weist die WCM hohe Wachstumsraten der Umsatzerlöse in der Vergangenheit und im kurzfristigen Planungszeitraum aus. Nach Abschluss der Akquisitionen schwanken die erwarteten Wachstumsraten der WCM innerhalb der prognostizierten Peer Group-Bandbreite.

6.1.3.2. Ergebnis aus der Vermietung

474. Der Planung des Ergebnisses aus der Vermietung der WCM liegt, analog zur Planung der Umsatzerlöse, ein detailliertes Preis-/Mengen-Gerüst zugrunde, welches auf Objektebene anfallende Kosten wie z.B. nicht-umlagefähige Betriebskosten und Instandhaltungsaufwendungen berücksichtigt.

475. Die Entwicklung des Ergebnisses aus Vermietung ist wie folgt geplant:

Ergebnis aus der Vermietung

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung				CAGR	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	16-'21
Mieterlöse	-	10,4	32,6	46,1	55,8	56,0	58,8	58,7	12,5%
Wachstum (in %)	-	-	212,2%	41,3%	21,1%	0,3%	5,1%	-0,2%	
Nicht-umlagefähige Betriebskosten	-	0,6	0,9	1,5	2,0	2,1	2,1	2,1	17,7%
Instandhaltungen	-	0,3	0,4	1,2	1,7	1,7	1,8	1,8	32,1%
Sonstiges	-	0,0	1,4	2,0	2,9	3,3	2,0	2,5	11,7%
Ergebnis aus der Vermietung	-	9,6	29,8	41,3	49,2	48,9	53,0	52,3	11,9%
Marge (in %)	-	91,5%	91,4%	89,7%	88,2%	87,3%	90,0%	89,1%	

476. Das Ergebnis aus der Vermietung entwickelt sich im Planungszeitraum auf einem vergleichbaren Niveau wie in der Vergangenheit mit Margen zwischen 87,3% bis 90,0%. Die schwankende Margenentwicklung resultiert aus der angenommenen Leerstandsentwicklung. Wie bereits erläutert, sinkt der erwartete ökonomische Leerstand von 5,8% im Jahr 2019 auf 2,2% im Jahr 2020. Damit einher geht ein Anstieg der Marge von 87,3% im Jahr 2019 auf 90,0% im Jahr 2020. Insgesamt ergibt sich über den Zeitraum vom Jahr 2016 bis 2021 ein jährliches Wachstum des Ergebnisses aus Vermietung von 11,9%, welches in etwa dem Wachstum der Mieterlöse im gleichen Zeitraum entspricht.

477. Die nicht-umlagefähigen Betriebskosten, welche nicht an die Mieter weiterberechnet werden können, steigen zunächst von EUR 0,9 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 1,5 Mio. im Jahr 2017 aufgrund von Immobilienakquisitionen. Nach den Immobilienakquisitionen im Jahr 2018 sind die nicht-umlagefähigen Betriebskosten mit einem jährlichen Wachstum von 1,2% fortgeplant und steigen bis auf EUR 2,1 Mio. im Jahr 2021. Bezogen auf die Mieterlöse steigen die nicht-umlagefähigen Betriebskosten von 2,9% im Jahr 2016 auf 3,6% im Jahr 2021 nur leicht an.

478. Instandhaltungsaufwendungen steigen von EUR 0,4 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 1,2 Mio. im Jahr 2017. Im Jahr 2018 ist der GuV-Posten mit EUR 1,7 Mio. nochmals erhöht. Die

Instandhaltungsquote steigt von 1,4% im Jahr 2016 auf 3,0% im Jahr 2021. Dies ist auf bisher aufgeschobenen Instandhaltungen bzw. im Zuge des Neuerwerbs von Immobilien anfangs noch geringen Instandhaltungsaufwendungen zurückzuführen. Ebenso wie die nicht-umlagefähigen Betriebskosten wird für Instandhaltungsaufwendungen ab dem Jahr 2018 mit einem jährlichen Wachstum von 1,2% geplant.

479. Die sonstigen Aufwendungen der Betriebs- und Nebenkosten enthalten Mietausfälle, Leerstandskosten, externe Verwaltungskosten und Vermietungsprovisionen. Die sonstigen Aufwendungen steigen im Planungszeitraum zunächst von EUR 1,4 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 3,3 Mio. im Jahr 2019 an und fallen dann auf EUR 2,0 Mio. bzw. EUR 2,5 Mio. im Jahr 2020 bzw. 2021. Dieser schwankende Verlauf ist durch die Planung auf Objektebene zu begründen, wodurch bei Auslaufen von Mietverträgen gemäß objektspezifischer Annahmen Leerstandskosten und Vermietungsprovisionen anfallen. Im Jahr 2020 führt dies zu einer deutlichen Steigerung des Ergebnisses aus der Vermietung, da die Mieterlöse aufgrund von Leerstandsabbau ansteigen und gleichzeitig die sonstigen Betriebs- und Nebenkosten sinken.

6.1.3.3. Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)

480. Im Rahmen der Analyse der Planungsrechnung werden im Folgenden die Ertrags- und Aufwandsposten, die zum operativen Ergebnis der Gesellschaft führen, analysiert.

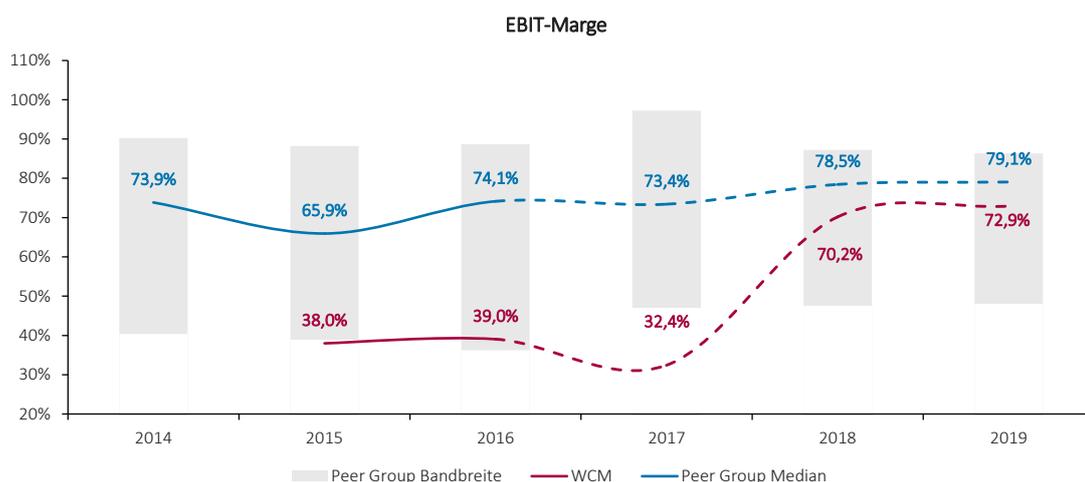
EBIT

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)				Planung				CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	16-'21
Mieterlöse	-	10,4	32,6	46,1	55,8	56,0	58,8	58,7	12,5%
Wachstum (in %)	-	-	212,2%	41,3%	21,1%	0,3%	5,1%	-0,2%	
Ergebnis aus der Vermietung	-	9,6	29,8	41,3	49,2	48,9	53,0	52,3	11,9%
Marge (in %)	-	91,5%	91,4%	89,7%	88,2%	87,3%	90,0%	89,1%	
Personalaufwand	0,2	1,5	4,6	3,7	3,7	3,8	3,9	3,9	-3,1%
Personalaufwandsquote (in %)	n.a.	14,6%	14,0%	8,0%	6,7%	6,8%	6,5%	6,7%	
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	3,0	1,5	-	-	-	-	-	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,5	6,7	12,9	22,5	6,1	4,0	4,1	4,1	-20,3%
sbA-Quote (in %)	n.a.	64,3%	39,4%	48,8%	10,9%	7,2%	6,9%	7,0%	
EBITDA	-0,7	4,3	13,8	15,2	39,4	41,1	45,0	44,3	26,2%
Marge (in %)	n.a.	41,4%	42,4%	33,0%	70,6%	73,4%	76,6%	75,4%	
Abschreibungen	-	0,4	1,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	-24,6%
EBIT	-0,7	4,0	12,7	14,9	39,1	40,8	44,8	44,0	28,2%
Marge (in %)	n.a.	38,0%	39,0%	32,4%	70,2%	72,9%	76,1%	75,0%	
FFO (nachrichtlich)	-	7,9	18,0	23,9	30,5	30,1	33,7	33,3	13,0%
Wachstum (in %)	-	-	127,3%	91,4%	27,7%	-1,5%	12,2%	-1,3%	
Marge (in %)	-	75,9%	55,3%	51,9%	54,7%	53,7%	57,3%	56,7%	

481. Das EBITDA steigt im Planungszeitraum von EUR 13,8 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 44,3 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate des EBITDA von 26,2% im Planungszeitraum 2016 bis 2021. Die EBITDA-Marge steigt von 42,4% im Jahr 2016 auf 75,4% im Jahr 2021.

482. Der Personalaufwand sinkt von EUR 4,6 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 3,7 Mio. im Jahr 2017. Dabei ist das Jahr 2016 durch Aufwendungen für das Aktienoptionsprogramm beeinflusst. Im ersten Planjahr wurde der Personalaufwand aus dem Aktienoptionsprogramm nicht berücksichtigt, da dieser nicht zahlungswirksam ist. Die Aufwendungen werden als Erhöhung des Eigenkapitals verbucht. Daher ergibt sich im ersten Planjahr 2017 eine deutlich geringere Personalaufwandsquote als im Jahr 2016. Im weiteren Planungsverlauf ist aufgrund der Übernahme der WCM durch die TLG keine Ausgabe von Aktienoptionen mehr vorgesehen. Die geplanten Personalaufwendungen für das Jahr 2018 befinden sich auf einem ähnlichen Niveau wie das Planjahr 2017, wobei die Personalaufwandsquote von 8,0% im Jahr 2017 auf 6,7% fällt. Im weiteren Planverlauf verbleibt die Personalaufwandsquote bei ca. 6,7%. Dabei steigen die Personalaufwendungen jährlich absolut um jeweils 1,5%. Im Zuge der weiteren Akquisitionen im Jahr 2018 erwartet die WCM keine signifikanten Mehrausgaben für Personal, da das neu erworbene Immobilienportfolio in die bestehenden Prozesse eingegliedert wird, so dass sich der Verwaltungsaufwand nicht signifikant erhöht. Der Personalaufwandsplanung liegt über den gesamten Planungszeitraum eine Mitarbeiteranzahl von 30 zu Grunde (28 Mitarbeiter und 2 Vorstände).
483. Sonstige betriebliche Erträge sind im Planungsverlauf nicht zu verzeichnen, da die geplanten nicht zahlungswirksamen Erträge aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwerts der Immobilien aus bewertungstechnischen Gründen bereits in der Aufsatzbilanz des Jahres 2016 erfasst wurden.
484. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen steigen im Planungszeitraum von EUR 12,9 Mio. im Jahr 2016 zunächst auf EUR 22,5 Mio. im Jahr 2017. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen des Jahres 2016 enthalten mit Wertanpassungen auf Ankaufsportfolien und Transaktionskosten neben den Verwaltungskosten sowie Abschluss- und Kapitalmarktkosten signifikante Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Immobilienerwerb und sind damit einmalig erhöht. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen des Jahres 2017 enthalten neben Transaktionskosten vor allem Aufwendungen im Zuge der Übernahme durch die TLG in Höhe von EUR 11,6 Mio. Im Jahr 2018, in denen diese einmaligen Aufwendungen nicht mehr anfallen, sinken die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf ca. EUR 6,1 Mio. Hierin enthalten sind Transaktionskosten i.H.v. EUR 2,1 Mio in Verbindung mit der geplanten Akquisition im Jahr 2018. Im weiteren Planungsverlauf fallen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen zunächst auf EUR 4,0 Mio. im Jahr 2019 und steigen daraufhin bis auf EUR 4,1 Mio. im Jahr 2021. Da in den Jahren 2019 bis 2021 keine weiteren Akquisitionen anfallen, sind in diesen Jahren lediglich Verwaltungskosten und Abschluss- und Kapitalmarktkosten geplant. Diese werden ab dem Jahr 2018 mit einem konstanten Wachstum von 1,5% p.a. geplant.
485. Die Planung der Abschreibungen ist im Wesentlichen auf die planmäßige Abschreibung der Betriebs- und Geschäftsausstattung zurückzuführen. Insgesamt betragen die Abschreibungen EUR 1,1 Mio. im Jahr 2016. Im ersten Planjahr 2017 betragen die Abschreibungen lediglich EUR 0,2 Mio. und wachsen bis auf EUR 0,3 Mio im Jahr 2021. Die geringeren Abschreibungen im Planungszeitraum sind durch Umgliederungen im Bilanzposten Betriebs- und Geschäftsausstattung zu begründen, welcher im ersten Planjahr EUR 0,7 Mio beträgt. Es werden Nutzungsdauern von 2 bis 23 Jahren unterstellt.

486. Das EBIT erhöht sich im Planungszeitraum zunächst leicht von bereinigt EUR 12,7 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 14,9 Mio. im Jahr 2017 und steigt anschließend bis auf EUR 44,0 Mio. im Jahr 2021. Dies geht einher mit einem Anstieg der EBIT-Marge von 39,0% im Jahr 2016 auf 75,0% im Jahr 2021. Die Verbesserung der EBIT-Marge ist auf die zuvor beschriebene rückläufige Entwicklung der Personalaufwendungen und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Planungszeitraum zurückzuführen.



487. Die EBIT-Marge der WCM lag in den Jahren 2015 und 2016 mit 38,0% und 39,0% am unteren Ende der Peer Group-Bandbreite. Dies ist durch die Wiederaufnahme der operativen Geschäftstätigkeit Ende des Jahres 2014 und den im Zuge dessen angefallenen Kosten für den Portfolioaufbau zu begründen. Im Jahr 2017 liegt die EBIT-Marge der WCM mit 32,4% deutlich unterhalb der Peer Group-Bandbreite. Dies ist auf die zuvor genannten Kosten in Verbindung mit der Übernahme durch die TLG zurückzuführen. In den Jahren 2018 und 2019 steigt die EBIT-Marge der WCM auf 70,2% bzw. 72,9% und nähert sich somit dem Peer Group-Median i.H.v. 79,1% im Jahr 2019 an. Der insgesamt ansteigende Verlauf der EBIT-Marge ist auf die relativ stabile Marge des Ergebnisses aus der Vermietung und die im Verlauf sinkende Quote des Personalaufwands und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen zurückzuführen. Darüber hinaus ist ab dem Planjahr 2019, ab dem die WCM keine Akquisitionen mehr plant, die EBIT-Marge relativ konstant in der Mitte der beobachtbaren Peer Group-Bandbreite.¹⁰²

488. In der Immobilienbranche spielt die Kennzahl Funds from Operations (FFO) eine wichtige Rolle, da sie die operative Rentabilität eines Unternehmens besser abbilden kann als herkömmliche Kennzahlen. Daher haben wir im Folgenden auch die geplanten FFO betrachtet.¹⁰³

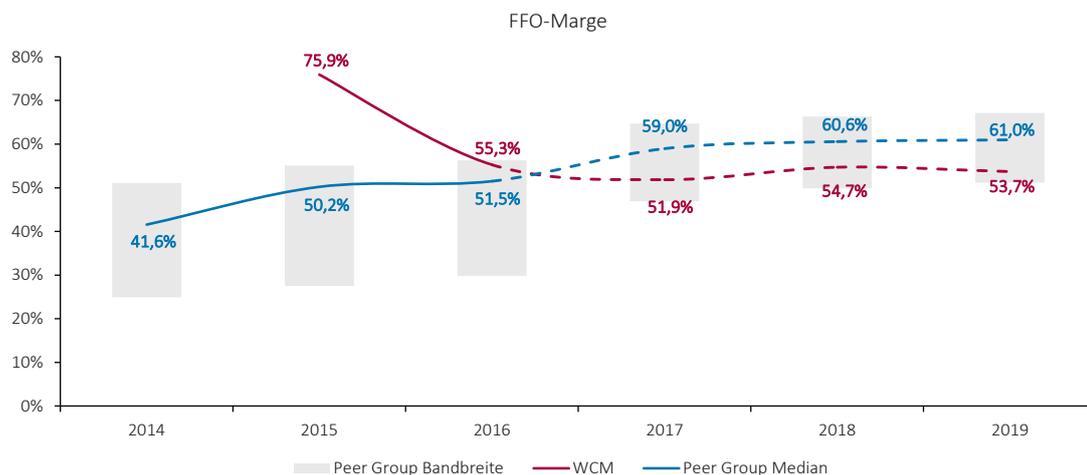
489. Zur Bestimmung der FFO werden Bewertungseffekte sowie Sondereinflüsse aus der Ergebnisgröße bereinigt. Daher zeigt die FFO-Marge der WCM eine konstantere Entwicklung als die zuvor betrachteten Kennzahlen. Die FFO steigen von EUR 18,0 Mio. im Jahr 2016 auf

¹⁰² Analystenschätzungen für das EBIT der Peer Group liegen in ausreichender Anzahl nur bis zum Jahr 2019 vor.

¹⁰³ Die FFO auf Basis der Planung der WCM und den bewertungstechnischen Anpassungen, insbesondere der angepassten Steuerplanung, abgeleitet.

EUR 33,3 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einer jährlichen Wachstumsrate von 13,0%. Gleichzeitig nimmt auch die FFO-Marge von 55,3% im Jahr 2016 auf 56,7% zum Ende des Planungszeitraums zu.

490. Die geplante FFO-Marge haben wir ebenfalls einem Vergleich mit den erwarteten Margen der Peer Group-Unternehmen unterzogen:



491. In der Historie befindet sich die FFO-Marge der WCM mit 75,9% im Jahr 2015 deutlich über dem Niveau der Peer Group. Im Jahr 2016 liegt die FFO-Marge der WCM mit 55,3% am oberen Ende der Peer Group-Bandbreite. Die historische Betrachtung ist dabei durch den Portfolioaufbau der WCM nur eingeschränkt aussagekräftig.

492. Im Planungszeitraum fällt die FFO-Marge zunächst auf 51,9% und liegt damit am unteren Ende der Peer Group-Bandbreite. Im weiteren Planungszeitraum nähert sich die FFO-Marge der WCM mit 54,7%, 53,7% und 57,3% in den Jahren 2018 bis 2020 dem Median der Peer Group-Unternehmen an, welcher zwischen 59,0% und 61,0% liegt. Im Vergleich zur TLG zeigt sich dennoch eine geringere FFO-Marge. Dies ist insbesondere durch im Vergleich zur TLG geringe Skaleneffekte in Bezug auf die Personalaufwendungen und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen zu begründen.

6.1.3.4. Finanzergebnis

493. Das geplante Finanzergebnis setzt sich aus den Zinsaufwendungen für die verzinslichen Verbindlichkeiten, Zinserträgen aus der Verzinsung der operativ notwendigen liquiden Mittel und Bearbeitungsgebühren zusammen. Die Finanzbedarfsrechnung der WCM wurde durch eine Ausschüttungsplanung erweitert. Die geplante Ausschüttungspolitik sieht Dividenden in Höhe aller finanziellen Überschüssen vor.

494. Das Finanzergebnis beträgt im Jahr 2016 EUR -7,1 Mio. und im letzten Planjahr 2021 EUR - 11,0 Mio. Die Zinsaufwendungen steigen dabei von EUR 7,5 Mio. im Jahr 2016 auf

EUR 10,8 Mio. im Jahr 2021, da im Zuge der Portfolioerweiterungen das verzinsliche Fremdkapital zunächst ansteigt. Aus dieser Entwicklung lässt sich ein impliziter Zinssatz auf den durchschnittlichen Bestand an Finanzverbindlichkeiten ableiten. Der ermittelte implizite Zinssatz sinkt von 2,4%¹⁰⁴ im Jahr 2017 auf 2,1% im Jahr 2018. Zur Finanzierung des Akquisitionsportfolios des Jahres 2018 wird ein anfänglicher Finanzierungszinssatz von 1,9% angenommen, welcher im Zeitablauf steigt. Insgesamt erhöht sich der implizite Finanzierungszinssatz im Detailplanungszeitraum aufgrund der im Vergleich zur Historie höheren Net Loan-to-Value-Quote leicht. Weiterhin fallen im Planungszeitraum Bearbeitungsgebühren i.H.v. EUR 0,1 Mio. bis EUR 0,7 Mio. an. In den Jahren 2018 und 2019 sind die Finanzaufwendungen im Vergleich zur Planung der WCM geringfügig erhöht, aufgrund eines Finanzierungsbedarfs, der über einen Kontokorrentkredit abgebildet wird.

6.1.3.5. Jahresüberschuss

495. Die Ertragsteuern der WCM setzen sich aus Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer sowie Solidaritätszuschlag zusammen. Für die Steuerberechnung auf das Konzernergebnis vor Steuern (EBT) wird ein Steuersatz auf Basis eines Gewerbesteuerhebesatzes von 460%, eines Körperschaftsteuersatzes von 15,0% zuzüglich des Solidaritätszuschlags i.H.v. 5,5% angesetzt. Durch die Nutzung der sogenannten erweiterten Kürzung der Gewerbesteuer für Grundstücksunternehmen nach § 9 Nr. 1 Satz 2 GewStG ist im Planungszeitraum keine Zahlung von Gewerbesteuern geplant. Insgesamt ergibt sich dadurch im Mittel ein Ertragsteuersatz i.H.v. 15,83%. Zum Bewertungsstichtag werden die körperschaftssteuerlichen Verlustvorträge auf EUR 237,6 Mio. geschätzt.
496. Im Planungszeitraum werden nur die zahlungswirksamen Steuerzahlungen einbezogen. Im ersten Planjahr sind Steuern vom Einkommen und Ertrag von EUR 0,3 Mio. berücksichtigt. In den darauffolgenden Jahren steigen die geplanten Steuern vom Einkommen von EUR 0,4 Mio. im Jahr 2018 auf EUR 0,7 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht im Zeitraum vom Jahr 2018 bis zum Jahr 2021 einem effektiven Steuersatz von 1,6% bis 2,2%.
497. Die beschriebene Entwicklung der Steuerzahlungen wurden im Rahmen der Planung vereinfacht auf Konzernebene berechnet. Hierzu wurden auch die steuerlichen Abschreibungen auf Objektebene geplant. Zudem wurden körperschaftssteuerliche Verlustvorträge i.H.v. EUR 237,6 Mio. bei der Ermittlung der Steuern vom Einkommen und Ertrag berücksichtigt. Im Rahmen des Business Combination Agreements der TLG und der WCM wurde zwischen den Gesellschaften vereinbart durch Umstrukturierungen den Erhalt der körperschaftssteuerlichen Verlustvorträge zu maximieren. Dabei wurde eine Berechnung der körperschaftssteuerlichen Verlustvorträge nach Umsetzung der Umstrukturierungen vorgenommen. Mit Übernahme der WCM durch die TLG werden die körperschaftssteuerlichen Verlustvorträge auf ca. EUR 237,6 Mio. geschätzt.

¹⁰⁴ Dabei ist zu beachten, dass der implizite Zinssatz für das Jahr 2017, welcher auf Basis des durchschnittlichen Fremdkapitalbestands berechnet wird, durch die unterjährige Aufnahme von Fremdkapital leicht verzerrt ist.

498. Der geringe effektive Steuersatz begründet sich neben der Nutzung der steuerlichen Verlustvorträge und der steuerlichen Abschreibungen der Immobilien durch die Nutzung der erweiterten Kürzung der Gewerbesteuer.
499. Der Jahresüberschuss fällt von EUR 18,6 Mio. im Jahr 2016 zunächst auf EUR 4,9 Mio. im Jahr 2017 und steigt anschließend bis auf EUR 32,4 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einer leichten Verringerung der Marge von 56,9% im Jahr 2016 auf 55,1% im Jahr 2021.
500. Auf Minderheiten entfallende Gewinn- oder Verlustanteile sind in der Planung der Gewinn- und Verlustrechnung nicht berücksichtigt. Diese wurden separat geplant und als Sonderwert bei der Bewertung vom Marktwert des Eigenkapitals abgezogen.
501. Eine Übersicht der vorgenommenen Anpassungen der Planung der WCM ist in der Anlage 5 zu finden.

6.1.3.6. Bilanzplanung

502. In einem weiteren Schritt werden im Folgenden die der Bewertung zugrundeliegenden Planbilanzen der WCM für die Jahre 2017 bis 2021 analysiert:¹⁰⁵

Bilanz

Aktiva

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	16-'21
Immaterielle Vermögenswerte	-	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
Als Finanzinvestition geh. Immobilien	17,3	501,5	689,5	817,8	988,4	1.005,0	1.010,8	1.017,2	
Betriebs- und Geschäftsausstattung	0,5	4,7	3,1	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	
Sonstige langfristige Vermögenswerte	-	-	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
Sachanlagen	17,8	506,2	693,0	818,9	989,5	1.006,1	1.011,9	1.018,3	8,0%
Sonstiges Anlagevermögen	3,0	14,3	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	0,0%
Anlagevermögen	20,8	520,6	705,7	831,7	1.002,3	1.018,9	1.024,7	1.031,1	7,9%
Forderungen aus Liefer. und Leist.	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0%
Liquide Mittel	19,4	11,1	8,0	5,0	6,1	6,1	6,4	6,4	-4,5%
Sonstiges Umlaufvermögen	3,7	18,9	21,8	25,7	23,6	23,6	23,6	23,6	1,6%
Umlaufvermögen	23,1	30,3	29,9	30,9	29,7	29,8	30,1	30,1	0,1%
Summe Aktiva	43,9	550,9	735,7	862,5	1.032,0	1.048,6	1.054,8	1.061,1	7,6%

503. Anlagevermögen

Die Bilanzsumme nimmt im Planungszeitraum von EUR 735,7 Mio. im Jahr 2016 um durchschnittlich 7,6% jährlich auf EUR 1.061,1 Mio. im Jahr 2021 zu, wobei sich das Anlagevermögen

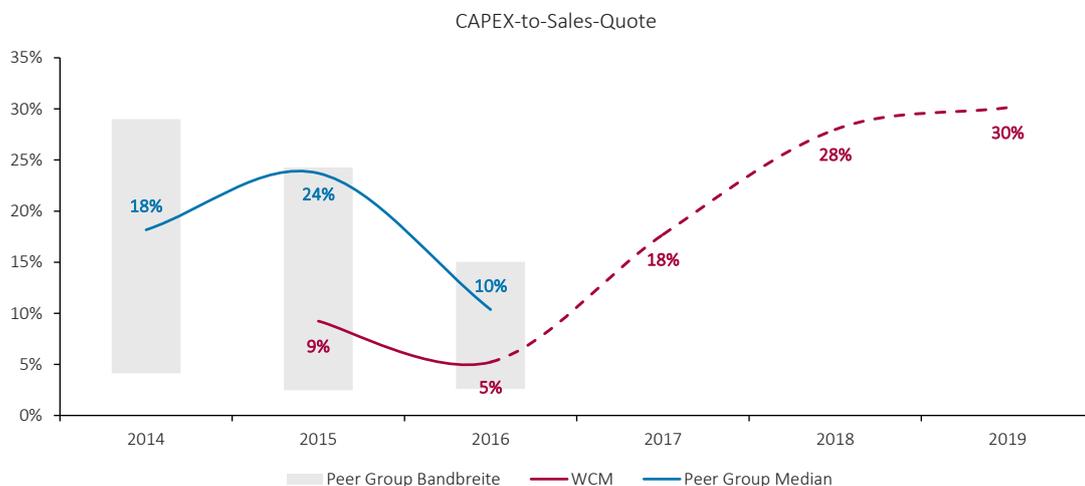
¹⁰⁵ Die Bilanzwerte sind jeweils zum 31. Dezember des Jahres abgebildet.

von EUR 705,7 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 1.031,1 Mio. im Jahr 2021 erhöht und das Umlaufvermögen nahezu konstant bleibt. Für Bewertungszwecke wurden von der WCM erwartete Aufwertungen der Immobilienwerte bereits in der Aufsatzbilanz zum 31. Dezember 2016 abgebildet.

504. Immaterielle Vermögenswerte bestehen im Jahr 2017 i.H.v. EUR 0,2 Mio. und werden konstant fortgeplant. Immaterielle Vermögenswerte beinhalten im Wesentlichen EDV-Software.
505. Die als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien stellen in der Planungsrechnung mit einem Anteil von ungefähr 95% der Bilanzsumme den größten Bilanzposten dar. Die als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien steigen von EUR 689,5 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 1.017,2 Mio. im Jahr 2021 an. Dies entspricht einem jährlichen Wachstum von 8,1%. Zum Ende des Jahres 2017 beträgt der Wert des Bilanzpostens EUR 817,8 Mio., wobei der Anstieg im Vergleich zum Jahr 2016 im Wesentlichen auf bereits im ersten Halbjahr 2017 getätigte Akquisitionen der MIA-Portfolien i.H.v. EUR 122,5 Mio.¹⁰⁶ zurückzuführen ist. Im Jahr 2018 steigt der Wert der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien aufgrund der weiteren geplanten Akquisitionen i.H.v. EUR 155,3 Mio. und Instandhaltungsinvestitionen bzw. Mieterausbauten i.H.v. EUR 15,6 Mio. auf EUR 988,4 Mio. In den weiteren Jahren steigt der Wert des Immobilienportfolios aufgrund von Instandhaltungsinvestitionen und Mieterausbauten bis auf EUR 1.017,2 Mio. im Jahr 2021.
506. Instandhaltungsinvestitionen und Mieterausbauten sind auf Objektebene geplant und berücksichtigen somit den objektspezifischen Abnutzungsgrad der Gebäude und die für die einzelnen Maßnahmen jeweils entstehenden Auszahlungen. Vergleichsweise hohe Instandhaltungsinvestitionen und Mieterausbauten fallen i.H.v. EUR 7,9 Mio. im Jahr 2017, EUR 15,3 Mio. im Jahr 2018 und EUR 16,6 Mio. im Jahr 2019 an. Die Investitionsquote bezogen auf den Wert der Immobilien beträgt im Planungszeitraum 0,6% bis 1,6%. Aufgrund der detaillierten Planung der Investitionen ergeben sich im Planungszeitraum schwankende Investitionsquoten.

¹⁰⁶ Die genannten Akquisitionen enthalten Umgliederungen in das Anlagevermögen i.H.v. EUR 2,3 Mio.

507. Die geplanten laufenden Instandhaltungsinvestitionen und Mieterausbauten exklusive Akquisitionen („CAPEX“) als Quote der Mieterlöse („Sales“) wurde mit der Peer Group verglichen:



508. Da keine belastbaren Analystenschätzungen für die Investitionen in den Immobilienbestand exklusive Akquisitionen vorliegen, stellen wir beim Vergleich mit der Peer Group auf historische Werte ab. Der Median für die Peer Group-Unternehmen liegt über die Jahre 2014 bis 2016 zwischen 10,4% und 23,7%. Die Quote der WCM liegt in den Jahren 2017 bis 2019 mit 17,7% bis 30,1% am oberen Ende der historisch beobachtbaren Bandbreite der Peer Group-Unternehmen. Im Zeitablauf schwanken die Instandhaltungsinvestitionen und Mieterausbauten auch aufgrund der Leerstandsentwicklung. Die Planungsannahmen berücksichtigen die im Zuge des Leerstandsabbaus objektspezifisch notwendigen Mieterausbauten. Dies bedeutet, dass bei Auslaufen eines Mietvertrags zunächst Investitionen in Mieterausbauten geplant werden, die für die Neuvermietung als erforderlich erachtet werden.
509. Der Betriebs- und Geschäftsausstattung sinkt von EUR 3,1 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 0,7 Mio. im Jahr 2017 und ist im weiteren Planverlauf konstant fortgeplant. Der Bilanzposten enthält zudem die technischen Anlagen. Der Bilanzposten reduziert sich im ersten Planjahr 2017 aufgrund von Umgliederungen von Einbauten in fremde Grundstücke in den Bilanzposten als Finanzinvestition gehaltene Immobilien seitens der WCM. Zu den geplanten Abschreibungen i.H.v. EUR 0,2 Mio. bis EUR 0,3 Mio. wurden Investitionen als bewertungstechnische Anpassung hinzugefügt, so dass sich ein Wachstum von 1,0% der Betriebs- und Geschäftsausstattung einstellt. Im Gegensatz zur Planung der WCM wird für Bewertungszwecke hierdurch von einem Bestandserhalt in Bezug auf die Betriebs- und Geschäftsausstattung ausgegangen.
510. Sonstige Vermögenswerte enthalten im Wesentlichen Baukostenzuschüsse und wurden auf Basis des Bilanzansatzes des Jahres 2016 mit EUR 0,4 Mio. konstant geplant.
511. Das sonstige Anlagevermögen, bestehend aus latenten Steuern und finanziellen Vermögenswerten, verbleibt konstant bei EUR 12,6 Mio. im Planungszeitraum. Da nur zahlungswirksame Ertragsteuern berücksichtigt werden, werden die latenten Steuern als konstant angesetzt.

512. **Umlaufvermögen**

Das Umlaufvermögen der WCM steigt von EUR 29,9 Mio. im Jahr 2016 marginal auf EUR 30,1 Mio. im Geschäftsjahr 2021.

513. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen verbleiben konstant bei EUR 0,1 Mio. im Planungszeitraum. Auch in der historischen Betrachtung zeigt sich ein sehr niedriger Forderungsbestand. Dieser ergibt durch die umfassenden Bonitätsprüfungen der WCM und das aktive Property Management.

514. Als operativen Mindestkassenbestand werden nach Einschätzung der WCM liquide Mittel von ca. EUR 5 Mio. im Jahr 2017 benötigt. Dies entspricht einem operativen Kassenbestand in Bezug auf die Mieterlöse von ca. 11%. Dieses Verhältnis wird in den weiteren Planjahren ebenfalls angenommen, so dass die liquiden Mittel in Abhängigkeit zu den Mieterlösen bis auf EUR 6,4 Mio. im Jahr 2021 ansteigen. Darüberhinausgehende finanzielle Überschüsse werden in der Planungsrechnung vollständig ausgeschüttet.

515. Das sonstige Umlaufvermögen steigt von EUR 21,8 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 25,7 Mio. im Jahr 2017, fällt anschließend auf EUR 23,6 Mio. und verbleibt in den weiteren Planjahren konstant. Das sonstige Umlaufvermögen enthält geleistete Anzahlungen, nicht abgerechnete Betriebskosten, Notaranderkonten und Grunderwerbssteuerüberzahlungen. Die Erhöhung des sonstigen Umlaufvermögens im Jahr 2017 ist im Wesentlichen auf einen Anstieg der nicht abgerechneten Betriebskosten zurückzuführen. Im Jahr 2018 ist hingegen ein leichter Rückgang der nicht abgerechneten Betriebskosten unterstellt.

516. Die Planung der Aktivposten mit Ausnahme der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien und der liquiden Mittel erfolgt somit stark vereinfacht. Unter Wesentlichkeitsgesichtspunkten erscheint das Vorgehen vertretbar.

517. Die Passiva der Bilanz beinhalten neben den verzinslichen und unverzinslichen Verbindlichkeiten auch Rückstellungen sowie das Eigenkapital, welches sich auf Basis der integrierten Planungsrechnung ableitet:¹⁰⁷

Bilanz

Passiva

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung				CAGR	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	16-'21
Eigenkapital	31,8	269,6	341,3	346,2	443,3	470,8	490,9	511,3	8,4%
Sonstige Rückstellungen	0,3	1,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	
Passive latente Steuern	-	4,7	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	
Rückstellungen	0,3	6,5	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	0,0%
Verb. ggü. Kreditinstituten (kurzfr.)	2,0	76,3	22,2	-	-	-	-	-	
Verb. ggü. Kreditinstituten (langfr.)	6,2	187,8	339,7	479,0	551,9	541,0	527,1	513,1	8,6%
Kontokorrentkredit	-	-	-	0,5	0,0	-	-	-	
Verzinsliche Verbindlichkeiten	8,2	264,1	361,9	479,5	551,9	541,0	527,1	513,1	7,2%
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	3,6	10,7	15,1	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	5,2%
Summe Passiva	43,9	550,9	735,7	862,5	1.032,0	1.048,6	1.054,8	1.061,1	7,6%

518. Eigenkapital

Das Eigenkapital wächst im Planungszeitraum von EUR 341,3 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 511,3 Mio. im Jahr 2021. Dabei ist die Ausschüttungsannahme hinterlegt, dass alle über den notwendigen operativen Mindestkassenbestand zur Verfügung stehenden liquiden Mittel vollständig ausgeschüttet werden. Im Jahr 2018 steigt das Eigenkapital aufgrund einer Kapitalerhöhung i.H.v. EUR 70,2 Mio. im Zusammenhang mit der geplanten Immobilienakquisition. Die Akquisition im Jahr 2018 wird zu 68% mit Fremdkapital finanziert. Der Kapitalerhöhung liegt die Annahme zu Grunde, dass 23,0 Mio. neue Aktien zu EUR 3,05 emittiert werden. Die übrigen Mittel der Kapitalerhöhung werden zur Rückführung von tilgungsfreien Darlehen in anderen Immobilienportfolien verwendet.

519. Rückstellungen

Der Bilanzposten Rückstellungen besteht aus latenten Steuern und sonstigen Rückstellungen, die im Wesentlichen aus Steuerrückstellungen, Rückstellungen für Personalkosten und Rückstellungen für Abschluss- und Prüfungskosten bestehen. Die Rückstellungen sind auf Basis des Jahres 2016 mit EUR 2,8 Mio. konstant geplant. Da nur zahlungswirksame Ertragsteuern bei der Bewertung zu berücksichtigen sind, werden auch die passiven latenten Steuern mit dem Wert aus dem Jahr 2016 i.H.v. EUR 14,6 Mio. angesetzt.

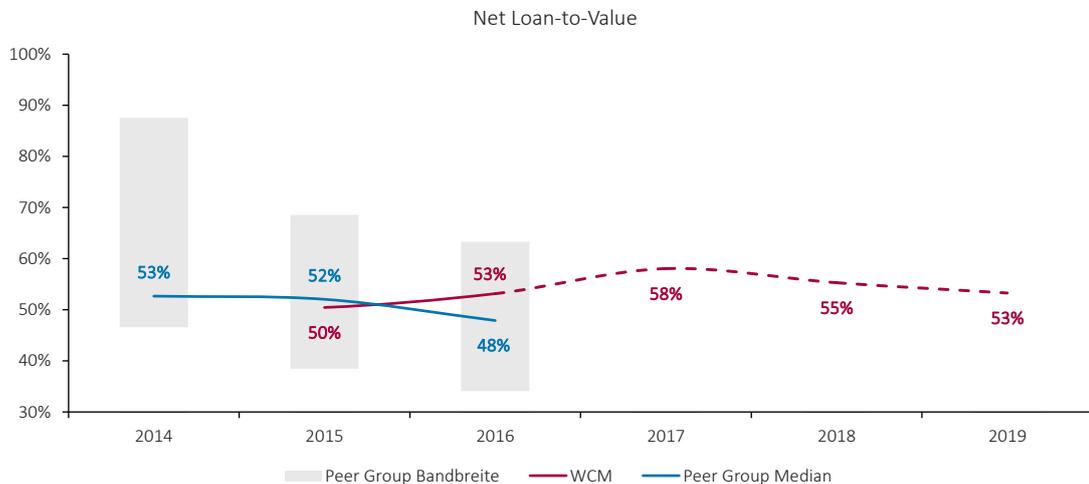
¹⁰⁷ Die Bilanzwerte sind jeweils zum 31. Dezember des Jahres abgebildet.

520. Verbindlichkeiten

Net Loan-to-Value-Quote

in EUR Mio.	Historie (IST)			Planung				CAGR	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	16-'21
Verzinsliche Verbindlichkeiten	8,2	264,1	361,9	479,5	551,9	541,0	527,1	513,1	7,2%
Liquide Mittel	19,4	11,1	10,0	5,0	6,1	6,1	6,4	6,4	-8,6%
Verzinsliche Verbindlichkeiten (netto)	n.a.	253,0	351,9	474,5	545,9	535,0	520,7	506,7	7,6%
Immobilienbestand gesamt	17,3	501,5	662,1	817,8	988,4	1.005,0	1.010,8	1.017,2	9,0%
Net Loan-to-Value-Quote	n.a.	50,4%	53,1%	58,0%	55,2%	53,2%	51,5%	49,8%	

521. Die verzinslichen Verbindlichkeiten steigen von EUR 361,9 Mio. im Jahr 2016 zunächst auf EUR 479,5 Mio. im Jahr 2017. Dabei ist der Anstieg im Wesentlichen durch die Finanzierung von Immobilienakquisitionen im ersten Halbjahr 2017 bedingt. Im Jahr 2018 steigen die verzinslichen Verbindlichkeiten aufgrund der geplanten Immobilienakquisition auf EUR 551,9 Mio. an. Zudem werden Finanzverbindlichkeiten durch die Kapitalerhöhung zurückgeführt. Im weiteren Verlauf ist eine leichte Abnahme der verzinslichen Verbindlichkeiten aufgrund von Tilgungen auf EUR 513,1 Mio. im Jahr 2021 geplant. Eine Unterteilung in kurzfristige und langfristige Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten seitens der Gesellschaft erfolgt im Planungszeitraum nicht. In Jahren 2017 bis 2019 besteht ein Finanzierungsbedarf zwischen EUR 0,0 Mio. bis EUR 0,5 Mio., der über einen Kontokorrentkredit abgedeckt und im Jahr 2019 vollständig getilgt wird.



522. Der Vergleich der Net LTV-Quote mit den Peer Group-Unternehmen zeigt, dass die Verschuldung der WCM in Bezug auf den Wert des Immobilienportfolios im Jahr 2015 mit 50% unterhalb des Peer Group-Medians lag. Im Jahr 2016 beträgt die Net LTV-Quote der WCM 53% und liegt damit über dem Niveau des Peer Group-Medians i.H.v. 48%.

523. Für den Planungszeitraum liegen keine Analystenschätzungen vor, so dass die Planwerte der WCM nur mit historischen Werten verglichen werden können. Im Planungszeitraum steigt die

Net LTV-Quote zunächst auf 58% im Jahr 2017 an und fällt dann bis auf 53% im Jahr 2019 ab. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Planung der WCM eine Tilgung der verzinslichen Verbindlichkeiten vorsieht. Im Vergleich zu den historischen Net LTV-Quoten der Peer Group befindet sich die Net LTV-Quote der WCM somit im Jahr 2016 am oberen Ende der Peer Group-Bandbreite. Im Vergleich zum Peer Group Median ist die Net LTV-Quote der WCM deutlich erhöht. Im weiteren Planverlauf in den Jahren 2020 und 2021 plant die WCM eine kontinuierliche Tilgung der verzinslichen Verbindlichkeiten. Im Jahr 2021 soll die Net LTV-Quote 50% betragen. Die Net LTV-Quote der TLG liegt dagegen im Prognosezeitraum mit Werten zwischen 43% und 45% trotz der geplanten Tilgungen der WCM deutlich unter der geplanten Net LTV-Quote der WCM.

524. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten steigen von EUR 15,1 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 19,4 Mio. im Jahr 2017 an und verbleiben im weiteren Planungszeitraum konstant auf dem Niveau des Jahres 2017. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten bestehen im Wesentlichen aus Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und sonstigen Verbindlichkeiten. Die sonstigen Verbindlichkeiten umfassen im Wesentlichen Betriebskostenvorauszahlungen, welche mit gestiegener Portfoliogröße einen leichten Anstieg verzeichnen.
525. Die Planung der Passivposten erfolgt für untergeordnete Bilanzposten vereinfacht. Die wesentlichen Bilanzposten Eigenkapital und verzinsliche Verbindlichkeiten bilden die zentralen Annahmen der Ertragsplanung sachgerecht ab.

6.1.3.7. Ergebnis der Analyse der Planungsrechnung

526. Zur Gewährleistung einer konsistenten Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten sind die wesentlichen Annahmen und Prämissen der Planungsrechnung analysiert und im Rahmen einer Benchmarking-Analyse plausibilisiert worden.
527. Der Planungsprozess der WCM erfolgt grundsätzlich über einen mehrstufigen „Top-Down/Bottom-Up“-Ansatz. Dabei werden die vertraglichen Konditionen jedes Immobilienobjekts berücksichtigt, so dass eine detaillierte Planung der Mieterlöse, objektspezifische Kosten und Investitionen erfolgt. Die „Bottom-Up“-Planung der einzelnen Immobilienobjekte wird durch das Asset Management „Top-Down“ auf Plausibilität überprüft. Anpassungen werden, soweit erforderlich, auch im Hinblick auf die strategischen Unternehmensziele vorgenommen. Dies stellt sicher, dass die aus den einzelnen Objektplanungen aggregierte Planungsrechnung eine sachgerechte Abbildung der erwarteten finanziellen Überschüsse darstellt.
528. Das Wachstum der Mieterlöse ist in den ersten beiden Jahren durch Akquisitionen geprägt, wobei die Akquisitionen im ersten Planjahr 2017 bereits im ersten Halbjahr 2017 und damit zum Bewertungsstichtag bereits abgeschlossen wurden. Weiterhin wird durch die Akquisition im Jahr 2018 der mittelfristig angestrebte Immobilienbestand von EUR 1,0 Mrd. erreicht.
529. Die geplante Mietrendite befindet sich inklusive der geplanten Akquisition im Jahr 2018 über den gesamten Planungszeitraum auf einem nahezu konstanten Niveau. Im Vergleich zu der

Peer Group befindet sich das Wachstum der Mieterlöse der WCM nach Abschluss der Akquisitionen in der Peer Group-Bandbreite, wobei sich im Planungsverlauf aufgrund des temporären Leerstands schwankende Wachstumsraten der Mieterlöse ergeben. Insgesamt erscheint die Planung der Mieterlöse vor dem Hintergrund der vertraglichen Indexierung zur Überwälzung der Inflation, der Abbildung der Mietverträge auf Objektebene sowie den Annahmen zur Wieder- bzw. Neuvermietung plausibel. Die Planung der Akquisitionen ist insbesondere im Vergleich zur TLG weniger ambitioniert.

530. Die EBIT- und FFO-Margen liegen in der Bandbreite der Analystenschätzungen für die Peer Group-Unternehmen, wenn auch leicht unterhalb des Peer-Group-Medians. Dies ist auf den temporären Leerstand und die damit verbundenen Leerstandskosten und Kosten zur Wieder- bzw. Neuvermietung zurückzuführen. Die geplanten Margen sind auch vor dem Hintergrund der eingeschränkten Aussagekraft der historischen Margen insgesamt plausibel.
531. Die Net Loan-to-Value-Quote befindet sich in der Historie in etwa auf Peer Group-Niveau, steigt durch die Akquisitionen in den Jahren 2017 und 2018 jedoch weiter und befindet sich danach deutlich oberhalb des historisch beobachtbaren Peer Group-Medians. Vor diesem Hintergrund plant die WCM langfristig durch Fremdkapitaltilgungen die Net Loan-to-Value-Quote wieder zu senken. Unter Beachtung der geplanten Net Loan-to-Value-Quote sowie der angestrebten Fremdkapitaltilgungen sind die Möglichkeiten zur Durchführung von Kapitalerhöhungen zur Immobilienakquisition im Planungszeitraum insgesamt eingeschränkt. Das Auslaufen von geplanten Akquisitionen im Jahr 2018 ist aufgrund der vergleichsweise schwachen FFO-Profitabilität, der angestrebten Tilgungen sowie der limitierten Finanzierungsmöglichkeiten aufgrund der erhöhten Net Loan-to-Value-Quote nachvollziehbar.
532. Aufgrund der von uns durchgeführten Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, der Planung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanzplanung inklusive Preis-/Mengenrüst, den Benchmarking-Analysen mit den Peer Group-Unternehmen, den mit dem Management der WCM geführten Gesprächen und der Analyse des Planungsprozesses erachten wir die Planungsrechnung als plausibel ist. Die Planungsrechnung wurde bis zum EBIT unverändert übernommen.

6.2. Erweiterte Planung

533. Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					erweiterte Planung					CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
Mieterlöse	-	10,4	32,6	46,1	55,8	56,0	58,8	58,7	59,0	59,7	58,2	59,2	61,3	0,9%
Wachstum (in %)	-	-	212,2%	41,3%	21,1%	0,3%	5,1%	-0,2%	0,6%	1,1%	-2,4%	1,7%	3,5%	
Nicht-umlagefähige Betriebskosten	-	0,6	0,9	1,5	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	1,2%
Instandhaltungen	-	0,3	0,4	1,2	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,2%
Sonstiges	-	0,0	1,4	2,0	2,9	3,3	2,0	2,5	2,5	2,9	3,6	3,1	2,9	3,0%
Ergebnis aus der Vermietung	-	9,6	29,8	41,3	49,2	48,9	53,0	52,3	52,6	52,8	50,6	52,0	54,2	0,7%
Marge (in %)	-	91,5%	91,4%	89,7%	88,2%	87,3%	90,0%	89,1%	89,1%	88,5%	86,9%	87,9%	88,5%	
Personalaufwand	0,2	1,5	4,6	3,7	3,7	3,8	3,9	3,9	4,0	4,0	4,1	4,2	4,2	1,2%
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	3,0	1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,5	6,7	12,9	22,5	6,1	4,0	4,1	4,1	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	1,2%
EBITDA	-0,7	4,3	13,8	15,2	39,4	41,1	45,0	44,3	44,4	44,5	42,2	43,5	45,7	0,6%
Marge (in %)	-	41,4%	42,4%	33,0%	70,6%	73,4%	76,6%	75,4%	75,2%	74,6%	72,5%	73,4%	74,6%	
Abschreibungen	-	0,4	1,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	
EBIT	-0,7	4,0	12,7	14,9	39,1	40,8	44,8	44,0	44,2	44,2	41,9	43,2	45,3	0,6%
Marge (in %)	-	38,0%	39,0%	32,4%	70,2%	72,9%	76,1%	75,0%	74,8%	74,1%	72,0%	73,0%	73,9%	
Finanzergebnis	-0,2	-2,1	-7,1	-9,9	-11,8	-11,6	-11,1	-11,0	-11,4	-12,0	-11,2	-11,3	-10,8	
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	-0,9	1,9	5,6	5,0	27,4	29,1	33,7	33,1	32,7	32,2	30,7	31,9	34,4	0,8%
Außerordentliches Ergebnis	-	-	-	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Rückanpassung Summe Bereinigungen	-	54,9	30,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Ergebnis vor Ertragsteuern	-0,9	56,8	35,6	5,2	27,4	29,1	33,7	33,1	32,7	32,2	30,7	31,9	34,4	0,8%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-2,1	-0,9	17,0	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,6	0,7	-0,2%
Effektive Steuerrate (in %)	n.a.	-1,5%	47,9%	5,3%	1,6%	1,8%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	1,6%	1,8%	2,0%	
Jahresüberschuss	1,2	57,7	18,6	4,9	26,9	28,6	33,0	32,4	32,0	31,6	30,2	31,3	33,7	0,8%
Marge (in %)	-	n.a.	56,9%	10,6%	48,3%	51,2%	56,0%	55,1%	54,3%	52,9%	51,9%	52,9%	55,1%	

534. Das Planungsmodell der WCM umfasst insgesamt den Zeitraum von 2017 bis 2026, wobei lediglich der Zeitraum von 2017 bis 2021 als Planungsrechnung der WCM vom Vorstand verabschiedet wurde. Da das Planungsmodell auch für den Zeitraum 2022 bis 2026 u.a. auf einer objektbezogenen Planungsrechnung in Bezug auf einzelne Immobilienobjekte beruht, stellt das Planungsmodell zur Schätzung der finanziellen Überschüsse über das Jahr 2021 eine geeignete Prognosegrundlage dar. Folglich haben wir nach Ende des Detailplanungszeitraums im Jahr 2021 die Planungsfortführung der WCM für die Jahre 2022 bis 2026 als sog. „erweiterte Planung“ übernommen.

535. In der erweiterten Planung werden bestehende Mietverhältnisse über einen längeren Zeitraum vertragsgenau abgebildet werden können. Bei Betrachtung der Mieterlöse in der erweiterten Planung zeigt sich ein im Vergleich zur Planung ähnliches Bild. Die Mieterlöse steigen zunächst von EUR 58,7 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 59,7 Mio. im Jahr 2023 an, fallen dann im Jahr 2024 auf EUR 58,2 Mio. und steigen anschließend bis auf EUR 61,3 Mio. im Jahr 2026. Insgesamt ergibt sich in der erweiterten Planung ein Wachstum der Mieterlöse von 0,9% jährlich. Die Mieterlöse schwanken entsprechend des sich im Portfolio ergebenden temporären Leerstands und mietfreier Zeiten.

536. Das Ergebnis aus Vermietung wächst in der erweiterten Planung jährlich um 0,7%. Dabei werden die nicht-umlagefähigen Betriebskosten und Instandhaltungen, wie im Detailplanungszeitraum, nach dem Jahr 2018 mit einem jährlichen Wachstum von 1,2% geplant. Die sonstigen

Aufwendungen der Betriebs- und Nebenkosten spiegeln auch hier den objektspezifischen Leerstand wider. Einhergehend mit einem Absinken der Mieterlöse um 2,4% im Jahr 2024 steigen die sonstigen Betriebs- und Nebenkosten von EUR 2,9 Mio. im Jahr 2023 auf EUR 3,6 Mio. im Jahr 2024.

537. Das EBITDA steigt im erweiterten Planungszeitraum von EUR 44,3 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 45,7 Mio. im Jahr 2026. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate des EBITDA von 0,6% im erweiterten Planungszeitraum 2021 bis 2026. Die EBITDA-Marge liegt im erweiterten Planungszeitraum zwischen 72,5% und 75,2%.
538. Der Personalaufwand und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen steigen in der erweiterten Planung jeweils um jährlich 1,2% an. Diese Planungsannahme bedingt den leichten Rückgang der EBITDA-Margen bis 2026.
539. Abschreibungen werden analog zum Planungszeitraum auf die Betriebs- und Geschäftsausstattung geplant.
540. Das EBIT steigt im erweiterten Planungszeitraum von EUR 44,0 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 45,3 Mio. im Jahr 2026. Die EBIT-Margen liegen im erweiterten Planungszeitraum mit 72,0% und 74,8% leicht unterhalb der Werte aus dem Planungszeitraum. Dies ist dadurch zu begründen, dass das Ergebnis aus Vermietung leicht schwächer wächst als die Mieterlöse. Ähnliches gilt in Bezug auf das Wachstum der Personal- und sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Im erweiterten Planungszeitraum befinden sich die EBIT-Margen somit in etwa auf Peer Group-Niveau. Im Vergleich zur TLG sind die EBIT-Margen der WCM im erweiterten Planungszeitraum im Durchschnitt geringer.
541. Das Finanzergebnis ist in der erweiterten Planung durch leicht abnehmende Finanzaufwendungen geprägt. Aufgrund der Tilgung von Fremdkapital ergeben sich niedrigere Finanzaufwendungen. Dem entgegen wirkt, dass der implizite Zinssatz leicht ansteigt.
542. Die Steuern vom Einkommen und vom Ertrag werden analog zur Planung vereinfacht auf Konzernebene berechnet.
543. Der Jahresüberschuss wächst in der erweiterten Planung aufgrund der leicht geringeren Finanzaufwendungen mit 0,8% jährlich etwas stärker als das EBIT.

544. Bilanz

In einem weiteren Schritt werden im Folgenden die der Bewertung zugrundeliegenden Plan-Bilanzen der WCM für die Jahre 2022 bis 2026 analysiert:¹⁰⁸

Bilanz

Aktiva in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					erweiterte Planung					CAGR 21-'26
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
Immaterielle Vermögenswerte	-	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
Als Finanzinvestition geh. Immobilien	17,3	501,5	689,5	817,8	988,4	1.005,0	1.010,8	1.017,2	1.027,3	1.034,0	1.045,1	1.051,2	1.060,1	
Betriebs- und Geschäftsausstattung	0,5	4,7	3,1	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	
Sonstige langfristige Vermögenswerte	-	-	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
Sachanlagen	17,8	506,2	693,0	818,9	989,5	1.006,1	1.011,9	1.018,3	1.028,4	1.035,2	1.046,3	1.052,3	1.061,3	0,8%
Sonstiges Anlagevermögen	3,0	14,3	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	
Anlagevermögen	20,8	520,6	705,7	831,7	1.002,3	1.018,9	1.024,7	1.031,1	1.041,2	1.047,9	1.059,0	1.065,1	1.074,0	0,8%
Forderungen aus Liefer. und Leist.	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Liquide Mittel	19,4	11,1	8,0	5,0	6,1	6,1	6,4	6,4	6,4	6,5	6,3	6,4	6,6	0,9%
Sonstiges Umlaufvermögen	3,7	18,9	21,8	25,7	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	
Umlaufvermögen	23,1	30,3	29,9	30,9	29,7	29,8	30,1	30,1	30,1	30,2	30,0	30,1	30,3	0,2%
Summe Aktiva	43,9	550,9	735,7	862,5	1.032,0	1.048,6	1.054,8	1.061,1	1.071,3	1.078,1	1.089,0	1.095,2	1.104,4	0,8%

545. Die Aktiva steigen im erweiterten Planungszeitraum von EUR 1.061,1 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 1.104,4 Mio. im Jahr 2026. Das Anlagevermögen setzt sich analog zum Planungszeitraum hauptsächlich aus als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien zusammen. Der Entwicklung des Immobilienbestands liegt ebenfalls analog zum Planungszeitraum eine detaillierte Planung der Instandhaltungsinvestitionen und Mieterausbauten auf Objektebene zu Grunde. Für das Akquisitionsportfolio des Jahres 2018 wird beispielsweise eine Restmietlaufzeit von durchschnittlich 7,4 Jahren zum Stichtag 31. Dezember 2017 angenommen. Dies impliziert angenommene größere Investitionen durch Mieterausbauten im Zuge von Mieterwechseln in den Jahren 2022 bis 2024. Insgesamt sind in der erweiterten Planung Capex-to-Sales-Quoten zwischen 10,7% und 19,5% und Investitionsquoten zwischen 0,6% und 1,1% unterstellt.

546. Alle weiteren Bilanzposten des Anlage- und Umlaufvermögens entwickeln sich auf Basis der gleichen Annahmen wie im Planungszeitraum.

¹⁰⁸ Die Bilanzwerte sind jeweils zum 31. Dezember des Jahres abgebildet.

Bilanz

Passiva	Historie (bereinigt)			Planung					erweiterte Planung				CAGR	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	21-'26
in EUR Mio.														
Eigenkapital	31,8	269,6	341,3	346,2	443,3	470,8	490,9	511,3	535,3	555,8	580,5	600,5	623,6	4,1%
Sonstige Rückstellungen	0,3	1,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Passive latente Steuern	-	4,7	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6
Rückstellungen	0,3	6,5	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	
Verb. ggü. Kreditinstituten (kurzfr.)	2,0	76,3	22,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Verb. ggü. Kreditinstituten (langfr.)	6,2	187,8	339,7	479,0	551,9	541,0	527,1	513,1	499,2	485,5	471,7	457,9	444,0	
Kontokorrentkredit	-	-	-	0,5	0,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Verzinsliche Verbindlichkeiten	8,2	264,1	361,9	479,5	551,9	541,0	527,1	513,1	499,2	485,5	471,7	457,9	444,0	-2,9%
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	3,6	10,7	15,1	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	
Summe Passiva	43,9	550,9	735,7	862,5	1.032,0	1.048,6	1.054,8	1.061,1	1.071,3	1.078,1	1.089,0	1.095,2	1.104,4	0,8%

547. Das Eigenkapital steigt in der erweiterten Planung von EUR 511,3 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 623,6 Mio. im Jahr 2026 an. Dies entspricht einem Wachstum von 4,1% jährlich. Der Anstieg resultiert aus einer Erhöhung der Gewinnrücklagen. Diese Erhöhung kommt zustande, da aufgrund von Instandhaltungsinvestitionen, Mieterausbauten und gleichzeitiger Tilgung von Finanzverbindlichkeiten nur ein Teil der Jahresüberschüsse ausgeschüttet werden kann. In Folge der erhöhten Net Loan-to-Value-Quote im Planungszeitraum plant die WCM im erweiterten Planungszeitraum eine kontinuierliche Verringerung der verzinslichen Verbindlichkeiten.

548. Die verzinslichen Verbindlichkeiten sinken aufgrund von Tilgungen von EUR 513,1 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 444,0 Mio. im Jahr 2026. Dies entspricht einem Absinken der Net Loan-to-Value-Quote von 49,8% im Jahr 2021 auf 41,2% im Jahr 2026. Damit befindet sich die Net Loan-to-Value-Quote zum Ende der erweiterten Planung auf einem ähnlichen Niveau wie die Net Loan-to-Value-Quote der TLG.

549. Rückstellungen und unverzinsliche Verbindlichkeiten entwickeln sich in der erweiterten Planung auf Basis der gleichen Annahmen wie im Planungszeitraum.

6.3. Fortführungsphase

550. Analog zum Kapitel 5.2. werden im Folgenden die Annahmen der Fortführungsphase und der nachhaltigen Wachstumsrate in Bezug auf die WCM dargestellt.

551. Annahmen in der Fortführungsphase

Befindet sich das Unternehmen zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht in dem für den Ansatz der Fortführungsphase erforderlichen „eingeschwungenen Zustand“, z.B. eines noch nicht nachhaltigen Wachstums, sind in einer Konvergenzphase entsprechende Annahmen zu treffen, die einen Ansatz der Fortführungsphase ermöglichen. Der „eingeschwungene Zustand“ beschreibt eine nachhaltige Ertrags- und Vermögenslage in der sämtliche Posten der Gewinn- und Verlustrechnung mit der nachhaltigen Wachstumsrate wachsen und sich insofern keine Veränderungen von wesentlichen Werttreibern mehr ergeben. Mit Hilfe der Konvergenzphase können außerordentliche Effekte in der Planung angepasst und die Planung in nachhaltige

Schätzgrößen überführt werden. Dieser Vorgehensweise wurde gefolgt. Grundsätzlich wird davon ausgegangen, dass langfristig alle Peer Group-Unternehmen auf ein durchschnittliches Marktniveau konvergieren.

552. Im vorliegenden Bewertungsfall wurde uns zusätzlich zur Planungsrechnung eine erweiterte Planung zur Verfügung gestellt, so dass ein Zeitraum von zehn Jahren abgebildet werden konnte. Da das letzte Planjahr der erweiterten Planung dabei in etwa dem durchschnittlichen Margenprofil in Bezug auf das Ergebnis aus Vermietung und dem EBIT der vorherigen Planjahre entspricht, erachten wir den Übergang in die Fortführungsphase nach nur einem zusätzlichen Konvergenzjahr als sachgerecht.
553. Das Wachstum der Mieterlöse beträgt in der Konvergenzphase 1,0% und entspricht in etwa dem durchschnittlichen Wachstum der Mieterlöse in der erweiterten Planungsrechnung, die auf der Annahme der Bestandsfortschreibung für die einzelnen Immobilienobjekte beruht.
554. Die Betriebs- und Nebenkosten sind in etwa mit der durchschnittlichen Kostenquote in Bezug auf die Mieterlöse des Planungs- und erweiterten Planungszeitraums angesetzt. Selbiges gilt für die Personalaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen, wobei die Durchschnittsbildung bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen das erste Planjahr aufgrund der Aufwendungen in Verbindung mit der Übernahme durch die TLG nicht berücksichtigt. Im Ergebnis ergibt sich eine EBIT-Marge von 72,5% im Jahr 2027, welche dem durchschnittlich beobachteten Niveau der Peer Group entspricht. Zudem entspricht diese EBIT-Marge dem durchschnittlichen Margen-Niveau in der Detailplanung und der erweiterten Planung mit Ausnahme des Planjahres 2017. Diese EBIT-Marge wird als nachhaltiges Profitabilitätsniveau der WCM angesetzt.
555. Das Finanzergebnis wird auf Basis der sich über das gesamte Immobilienportfolio ergebenden Fremdkapitalkonditionen des letzten Jahres der erweiterten Planung langfristig fortentwickelt.
556. Für die Steuern vom Einkommen und Ertrag wurden analog zur Detailplanungsphase und der erweiterten Planung nur die liquiditätswirksamen Steuern angesetzt. Die liquiditätswirksamen Steuern wurden auf Basis des Ertragsteuersatz i.H.v. 15,83% unter Nutzung des erweiterten Gewerbesteuerabzugs geplant. Die Steuerplanung berücksichtigt u.a. die sich ergebenden steuerlichen Abschreibungen und Instandhaltungen auf Objektebene sowie die körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge. Da sich durch die langen steuerlichen Nutzungsdauern der Immobilien und die hohen körperschaftlichen Verlustvorträge Effekte über das technische Jahr des Ansatzes der ewigen Rente hinaus ergeben, haben wir die liquiditätswirksamen Steuern vollständig modelliert und die Steuereffekte barwertäquivalent als jährliche Annuität im Konvergenzjahr und in der Fortführungsphase erfasst.
557. Der Bilanzansatz der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien wächst in der Konvergenz- und Fortführungsphase mit der nachhaltigen Wachstumsrate, so dass die Mietrendite mit 5,8% auf dem Niveau der Planung und erweiterten Planung langfristig fortgeführt wird.

558. Die Net Loan-to-Value-Quote befindet sich im letzten Jahr der erweiterten Planung aufgrund der kontinuierlichen Tilgung im Detailplanungszeitraum und erweiterten Planung nahezu bei 45%. Nach Angaben der WCM stellt dieser Wert ein langfristig nachhaltiges Niveau dar, so dass in dem Konvergenzjahr keine weiteren Tilgungen unterstellt werden. Die verzinlichen Verbindlichkeiten entwickeln sich in der Konvergenz- und Fortführungsphase mit der nachhaltigen Wachstumsrate fort.
559. Die übrigen Aktiv- und Passivposten haben wir vereinfachend konstant oder in Abhängigkeit von den Mieterlösen geplant. Dies entspricht auch dem Vorgehen der WCM in der Detailplanungsphase.
560. Insgesamt erfolgt die Planung der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz und der daraus ableitbaren Cashflows in der Konvergenzphase vollständig integriert.

561. **Nachhaltige Wachstumsrate**

Bei der Planungsrechnung der WCM handelt es sich um eine nominale Planung. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der Fortführungsphase muss auf nominales Wachstum abgestellt werden. Dieses setzt sich ökonomisch aus Preissteigerungen bzw. inflationsbedingtem Wachstum und realem Wachstum zusammen. Reales Wachstum wiederum kann Mengenwachstum und Struktureffekte (Produktmixverschiebungen) beinhalten. In der Bewertungspraxis wird bei der Prognose der Fortführungsphase regelmäßig ausschließlich von inflationsbedingtem Wachstum ausgegangen.¹⁰⁹ Die Berücksichtigung von realem Wachstum über die Detailplanungsphase hinaus erfolgt häufig nicht. Da für die Schätzung der nachhaltigen Wachstumsrate jedoch die nominale Branchenwachstumsrate und die Marktposition des Unternehmens relevant ist, ist es notwendig, zur Schätzung der nachhaltigen, nominalen Wachstumsrate neben preisbedingtem Wachstum auch andere Komponenten – insbesondere mengeninduziertes Wachstum – einzubeziehen. Die angesetzte nachhaltige Wachstumsrate beträgt 1,0% p.a. und berücksichtigt sowohl inflationsbedingtes als auch reales Wachstum. Die nachhaltige Wachstumsrate der WCM ist somit identisch zur TLG.

¹⁰⁹ Vgl. WP Handbuch II, 2014, Tz. 390 f.

6.4. Übersicht wesentlicher Kennzahlen der Konvergenz-/Fortführungsphase

Gewinn- und Verlustrechnung

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					erweiterte Planung				Konv.	TV	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Mieterlöse	-	10,4	32,6	46,1	55,8	56,0	58,8	58,7	59,0	59,7	58,2	59,2	61,3	61,9	62,5
Wachstum (in %)	-	-	212,2%	41,3%	21,1%	0,3%	5,1%	-0,2%	0,6%	1,1%	-2,4%	1,7%	3,5%	1,0%	1,0%
Nicht-umlagefähige Betriebskosten	-	0,6	0,9	1,5	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,5	2,6
Instandhaltungen	-	0,3	0,4	1,2	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9
Sonstiges	-	0,0	1,4	2,0	2,9	3,3	2,0	2,5	2,5	2,9	3,6	3,1	2,9	3,0	3,0
Ergebnis aus der Vermietung	-	9,6	29,8	41,3	49,2	48,9	53,0	52,3	52,6	52,8	50,6	52,0	54,2	54,5	55,0
Marge (in %)	-	91,5%	91,4%	89,7%	88,2%	87,3%	90,0%	89,1%	89,1%	88,5%	86,9%	87,9%	88,5%	88,0%	88,0%
Personalaufwand	0,2	1,5	4,6	3,7	3,7	3,8	3,9	3,9	4,0	4,0	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	3,0	1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,5	6,7	12,9	22,5	6,1	4,0	4,1	4,1	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	4,9	5,0
EBITDA	-0,7	4,3	13,8	15,2	39,4	41,1	45,0	44,3	44,4	44,5	42,2	43,5	45,7	45,3	45,7
Marge (in %)	-	41,4%	42,4%	33,0%	70,6%	73,4%	76,6%	75,4%	75,2%	74,6%	72,5%	73,4%	74,6%	73,1%	73,1%
Abschreibungen	-	0,4	1,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
EBIT	-0,7	4,0	12,7	14,9	39,1	40,8	44,8	44,0	44,2	44,2	41,9	43,2	45,3	44,8	45,3
Marge (in %)	-	38,0%	39,0%	32,4%	70,2%	72,9%	76,1%	75,0%	74,8%	74,1%	72,0%	73,0%	73,9%	72,5%	72,5%
Finanzergebnis	-0,2	-2,1	-7,1	-9,9	-11,8	-11,6	-11,1	-11,0	-11,4	-12,0	-11,2	-11,3	-10,8	-11,0	-11,1
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	-0,9	1,9	5,6	5,0	27,4	29,1	33,7	33,1	32,7	32,2	30,7	31,9	34,4	33,9	34,2
Außerordentliches Ergebnis	-	-	-	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rückanpassung Summe Bereinigungen	-	54,9	30,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ergebnis vor Ertragsteuern	-0,9	56,8	35,6	5,2	27,4	29,1	33,7	33,1	32,7	32,2	30,7	31,9	34,4	33,9	34,2
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-2,1	-0,9	17,0	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,6	0,7	2,0	2,0
Effektive Steuerrate (in %)	n.a.	-1,5%	47,9%	5,3%	1,6%	1,8%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	1,6%	1,8%	2,0%	5,9%	5,9%
Jahresüberschuss	1,2	57,7	18,6	4,9	26,9	28,6	33,0	32,4	32,0	31,6	30,2	31,3	33,7	31,9	32,2
Marge (in %)	-	n.a.	56,9%	10,6%	48,3%	51,2%	56,0%	55,1%	54,3%	52,9%	51,9%	52,9%	55,1%	51,5%	51,5%

Bilanz

Aktiva

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung				erweiterte Planung				Konv.	TV		
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Immaterielle Vermögenswerte	-	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Als Finanzinvestition geh. Immobilien	17,3	501,5	689,5	817,8	988,4	1.005,0	1.010,8	1.017,2	1.027,3	1.034,0	1.045,1	1.051,2	1.060,1	1.070,7	1.081,4
Betriebs- und Geschäftsausstattung	0,5	4,7	3,1	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Sonstige langfristige Vermögenswerte	-	-	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Sachanlagen	17,8	506,2	693,0	818,9	989,5	1.006,1	1.011,9	1.018,3	1.028,4	1.035,2	1.046,3	1.052,3	1.061,3	1.071,9	1.082,6
Sonstiges Anlagevermögen	3,0	14,3	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,7	12,8
Anlagevermögen	20,8	520,6	705,7	831,7	1.002,3	1.018,9	1.024,7	1.031,1	1.041,2	1.047,9	1.059,0	1.065,1	1.074,0	1.084,8	1.095,6
Forderungen aus Liefer. und Leist.	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Liquide Mittel	19,4	11,1	8,0	5,0	6,1	6,1	6,4	6,4	6,4	6,5	6,3	6,4	6,6	6,7	6,8
Sonstiges Umlaufvermögen	3,7	18,9	21,8	25,7	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,8	24,0
Umlaufvermögen	23,1	30,3	29,9	30,9	29,7	29,8	30,1	30,1	30,1	30,2	30,0	30,1	30,3	30,6	30,9
Summe Aktiva	43,9	550,9	735,7	862,5	1.032,0	1.048,6	1.054,8	1.061,1	1.071,3	1.078,1	1.089,0	1.095,2	1.104,4	1.115,4	1.126,6

Bilanz

Passiva

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					erweiterte Planung				Konv.	TV	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Eigenkapital	31,8	269,6	341,3	346,2	443,3	470,8	490,9	511,3	535,3	555,8	580,5	600,5	623,6	629,8	636,1
Sonstige Rückstellungen	0,3	1,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Passive latente Steuern	-	4,7	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,8	14,9
Rückstellungen	0,3	6,5	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,6	17,7
Verb. ggü. Kreditinstituten (kurzfr.)	2,0	76,3	22,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Verb. ggü. Kreditinstituten (langfr.)	6,2	187,8	339,7	479,0	551,9	541,0	527,1	513,1	499,2	485,5	471,7	457,9	444,0	448,4	452,9
Kontokorrentkredit	-	-	-	0,5	0,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Verzinsliche Verbindlichkeiten	8,2	264,1	361,9	479,5	551,9	541,0	527,1	513,1	499,2	485,5	471,7	457,9	444,0	448,4	452,9
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	3,6	10,7	15,1	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,6	19,8
Summe Passiva	43,9	550,9	735,7	862,5	1.032,0	1.048,6	1.054,8	1.061,1	1.071,3	1.078,1	1.089,0	1.095,2	1.104,4	1.115,4	1.126,6

Wesentliche Wertreiber und Kennzahlen

in EUR Mio.	Planung					erweiterte Planung					Konv.	TV
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Mieterlöse	46,1	55,8	56,0	58,8	58,7	59,0	59,7	58,2	59,2	61,3	61,9	62,5
Wachstum (in %)	41,3%	21,1%	0,3%	5,1%	-0,2%	0,6%	1,1%	-2,4%	1,7%	3,5%	1,0%	1,0%
EBITDA	15,2	39,4	41,1	45,0	44,3	44,4	44,5	42,2	43,5	45,7	45,3	45,7
Marge (in %)	33,0%	70,6%	73,4%	76,6%	75,4%	75,2%	74,6%	72,5%	73,4%	74,6%	73,1%	73,1%
EBIT	14,9	39,1	40,8	44,8	44,0	44,2	44,2	41,9	43,2	45,3	44,8	45,3
Marge (in %)	32,4%	70,2%	72,9%	76,1%	75,0%	74,8%	74,1%	72,0%	73,0%	73,9%	72,5%	72,5%
Adj. EBIT	15,0	38,4	40,1	44,8	43,9	43,5	43,6	41,9	42,9	45,3	44,8	45,3
in % of Gross Performance	32,6%	68,9%	71,7%	76,1%	74,7%	73,7%	73,1%	72,0%	72,4%	73,9%	72,5%	72,5%
NOPLAT	14,2	37,8	39,4	43,8	42,9	42,6	42,7	41,3	42,1	44,4	42,2	42,6
Marge (in %)	30,9%	67,8%	70,5%	74,4%	73,1%	72,2%	71,6%	70,9%	71,1%	72,4%	68,2%	68,2%
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
Marge (in %)	10,6%	48,3%	51,2%	56,0%	55,1%	54,3%	52,9%	51,9%	52,9%	55,1%	51,5%	51,5%
Anlagevermögen	831,7	1.002,3	1.018,9	1.024,7	1.031,1	1.041,2	1.047,9	1.059,0	1.065,1	1.074,0	1.084,8	1.095,6
Umschlag des Anlagevermögens	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
Working Capital	-5,9	-7,0	-7,0	-6,7	-6,7	-6,7	-6,6	-6,8	-6,7	-6,4	-6,5	-6,6
Umschlagshäufigkeit	-18,2x	-9,4x	-7,9x	-8,4x	-8,7x	-8,8x	-8,9x	-8,8x	-8,7x	-8,7x	-9,2x	-9,3x
Investiertes Kapital	825,8	995,2	1.011,9	1.018,0	1.024,3	1.034,5	1.041,3	1.052,3	1.058,4	1.067,6	1.078,3	1.089,1
Wachstum (in %)	19,5%	20,5%	1,7%	0,6%	0,6%	1,0%	0,7%	1,0%	0,6%	0,9%	1,0%	1,0%
Verzinsliche Verbindlichkeiten	479,5	551,9	541,0	527,1	513,1	499,2	485,5	471,7	457,9	444,0	448,4	452,9
Eigenkapital	346,2	443,3	470,8	490,9	511,3	535,3	555,8	580,5	600,5	623,6	629,8	636,1
Net LTV-Quote	58,0%	55,2%	53,2%	51,5%	49,8%	48,0%	46,3%	44,5%	42,9%	41,3%	41,3%	41,3%
Brutto-Investitionen (CAPEX)	126,2	170,9	16,9	6,1	6,6	10,4	7,1	11,4	6,4	9,4	11,0	11,1
in % der Mieterlöse	n.a.	n.a.	30,1%	10,3%	11,3%	17,6%	11,8%	19,5%	10,7%	15,3%	17,8%	17,8%
Abschreibungen	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Eigenkapitalrendite	1,4%	7,8%	6,5%	7,0%	6,6%	6,3%	5,9%	5,4%	5,4%	5,6%	5,1%	5,1%
Cashflow-to-Equity	-	-70,2	1,1	12,9	12,0	8,0	11,0	5,5	11,3	10,7	25,6	25,9
Wachstum (in %)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-7,0%	-33,1%	37,4%	-49,7%	103,7%	-5,5%	140,5%	1,0%
Davon Dividenden	-	-	1,1	12,9	12,0	8,0	11,0	5,5	11,3	10,7	25,6	25,9
Davon Kapitalerhöhungen	-	-70,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

6.5. Eigenkapitalkosten

563. Die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse sind mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern zu diskontieren.¹¹⁰ Diese ergeben sich aus dem risikolosen Basiszinssatz nach persönlichen Steuern zuzüglich eines Risikozuschlags, der aus dem verschuldeten Betafaktor und der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern abgeleitet wird.

6.5.1. Basiszinssatz

564. Zum Bewertungsstichtag wird von einem einheitlichen Basiszinssatz von 0,92% nach persönlichen Steuern ausgegangen.¹¹¹

6.5.2. Risikozuschlag

565. **Marktrisikoprämie**

Die Marktrisikoprämie wird als Differenz zwischen dem Erwartungswert der langfristigen Renditen eines Marktportfolios, bestehend aus riskanten Wertpapieren, und dem zum Bewertungsstichtag aktuellen risikolosen Basiszinssatz, der durch die risikofreie Verzinsung von Staatsanleihen repräsentiert wird, definiert. Auf Basis eigenständiger Untersuchungen der Gesamrenditen am Kapitalmarkt und der Empfehlungen des FAUB, wird für die Bewertung der TLG und der WCM eine Marktrisikoprämie von 6,0% nach persönlichen Steuern für angemessen erachtet. Analog zur Ermittlung des Ertragswerts der TLG wird nachrichtlich zudem die Wertberechnung anhand der Marktrisikoprämie von 5,5% nach persönlichen Steuern festgelegt.¹¹²

566. **Betafaktor**

Die im vorherigen Kapitel diskutierte Marktrisikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Das unternehmens- und branchenspezifische Risiko wird nach dem (Tax-)CAPM im sogenannten Betafaktor ausgedrückt.

567. Da die WCM ein börsennotiertes Unternehmen ist, wird zur Schätzung eines angemessenen Betafaktors zunächst der eigene Betafaktor der WCM bestimmt. Der firmeneigene Betafaktor der WCM wird auf Basis von Daten der Datenbank Capital IQ abgeleitet. Als Vergleichsindex dient der Composite DAX (im Folgenden: CDAX), der den breitesten, lokalen Vergleichsindex

¹¹⁰ In Bezug auf die grundsätzliche Ableitung der Eigenkapitalkosten im Rahmen des Ertragswertverfahrens wird auf die Ausführungen in Kapitel 5.4. (Tz. 364 ff) verwiesen.

¹¹¹ Zur Ableitung des risikolosen Basiszinssatzes vgl. Kapitel 5.4.1. (Tz. 368 ff).

¹¹² Zur Begründung der Ableitung der MRP vgl. Kapitel 5.4.2. (Tz. 372 ff).

repräsentiert. Jedoch ergeben die Analysen des Bestimmtheitsmaßes und der T-Test, dass der eigene Betafaktor der WCM aufgrund einer geringen statistischen Güte nicht belastbar ist.

568. Analog zur Ableitung des Betafaktors der TLG wird auch für die WCM eine Analyse der unverschuldeten Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen vorgenommen. Aufgrund der hohen Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle der WCM und der TLG wird für die WCM auf dieselbe Analyse der Betafaktoren der Peer Group, wie bei der TLG zurückgegriffen.¹¹³ Die unverschuldeten Betafaktoren der Peer Group liegen in einer Bandbreite von 0,25 bis 0,42. Der Durchschnitt (arithmetisches Mittel) ergibt einen Betafaktor von zwischen 0,34 und 0,37. Im Median liegt der Betafaktor bei 0,37. Unter Berücksichtigung des zukünftigen Risikos des Geschäftsmodells der WCM wird ein unverschuldeter Betafaktor i.H.v. 0,375 festgelegt. Dieser liegt in der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen, jedoch aufgrund des niedrigeren Risikoprofils der Planungsrechnung der WCM unter dem unverschuldeten Betafaktor der TLG. Das höhere Risikoprofil der Planungsrechnung der TLG resultiert insbesondere aus der ambitionierteren Akquisitionsplanung.

569. Auf Grundlage der zuvor beschriebenen Marktrisikoprämie von 6,0% und des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,375 ergibt sich somit ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. rd. 2,25%. Auf Basis der nachrichtlich angesetzten Marktrisikoprämie von 5,5% resultiert ein Risikozuschlag von rd. 2,06.

570. Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern betragen bei einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 6,0% somit:

$$0,92\% + 0,375 \times 6,0\% = 3,17\%$$

571. Alternativ ergeben sich bei einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,5% unverschuldeten Eigenkapitalkosten von:

$$0,92\% + 0,375 \times 5,5\% = 2,98\%.$$

6.5.3. Wachstumsabschlag

572. Die nachhaltige Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse ist die Rate, mit der alle Planungsposten wachsen müssen, damit ein nachhaltiger und eingeschwungener Zustand der Gesellschaft erreicht und abgebildet werden kann. Das gleichmäßige Wachstum aller Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und aller Bilanzposten zu Buchwerten stellt neben einer konstanten nachhaltigen operativen Profitabilität auch einen konstanten Vermögensumschlag, Verschuldungsgrad und Kapitalrentabilität sicher.

¹¹³ Vgl. Kapitel 5.4.2. (Tz. 372 ff)

573. Bei der Planungsrechnung der WCM handelt es sich um eine nominale Planung. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der Fortführungsphase muss demnach auf nominelles Wachstum, welches aus dem realen Wachstum und dem inflationsbedingten Wachstum abgeleitet wird, abgestellt werden.
574. Die in Kapitel 5.4.2. für den Wachstumsabschlag der TLG dargestellten Argumente und Informationsgrundlagen lassen sich, durch das sehr ähnliche Geschäftsmodell der TLG und der WCM, nahezu analog auf die WCM übertragen. Für die Ausführungen zur allgemeinen Marktentwicklung verweisen wir daher auf Kapitel 5.4.3. (Tz. 389 ff)
575. Ähnlich zur Vertragsausgestaltung der TLG unterliegt ein Teil des Mietvolumens der WCM vertraglich festgelegten Mietpreisanpassungen in Abhängigkeit von der erwarteten Inflationsrate. Dabei ist jedoch zu beachten, dass häufig keine Mietpreisanpassung in Höhe der jeweiligen Inflationsrate erfolgen, sondern bei der Indexierung des Mietpreises lediglich eine teilweise Überwälzung der Inflation erfolgt. Weiterhin wird bei einigen Einzelhandelsobjekten in den Mietverträgen keine Anpassung des Mietpreises vorgenommen, so dass Inflationsanpassungen nur verspätet im Zuge von Vertragsverlängerungen bzw. Neuvermietungen durchgesetzt werden können. Die umsatzseitige Weitergabe von Preissteigerungen ist somit nur teilweise möglich.
576. Kostenseitig besteht zudem die Gefahr, dass die Aufwendungen der WCM schneller als das allgemeine Preisniveau steigen und diese Preissteigerungen aufgrund langlaufender Mietverträge nicht weitergeben werden können. Auch Preissteigerungen in Höhe des allgemeinen Preisniveaus könnten aufgrund der unvollständigen Inflationsindexierung der Mietverträge das Wachstum beeinträchtigen. Dabei könnten sich vor allem die Personalaufwendungen und der nicht-umlagefähige Teil der Betriebskosten verteuern. Besonders der nicht-umlagefähige Teil der Betriebskosten, z.B. Leerstandskosten, könnte sich durch einen ggf. schnelleren Anstieg der Energiekosten stärker verteuern.
577. In einer Gesamtbeurteilung der Inflationsprognosen, der unternehmensspezifischen und vertraglichen Besonderheiten, der gesamtwirtschaftlichen und demographischen Entwicklung sowie den Besonderheiten des Gewerbeimmobilienmarktes wird auch bei der WCM eine nachhaltige, unternehmens- und branchenspezifische, nominale Wachstumsrate von 1,0% angesetzt.

6.6. Stand Alone-Bewertung

578. Auf Basis der angepassten Gewinn- und Verlustrechnungen sowie der angepassten Plan-Bilanzen¹¹⁴ werden im Folgenden die Cashflows-to-Equity der WCM abgeleitet und dessen Wert des Eigenkapitals unter Berücksichtigung von Sonderwerten anhand der Ertragswertmethode ermittelt. Jener Wert wird anschließend anhand der Multiplikator-Methode plausibilisiert.

6.6.1. Ertragswert nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern

579. Im Folgenden werden die Cashflows-to-Equity der WCM auf Basis der Planungsrechnung¹¹⁵ abgeleitet:

Ableitung der Cashflows-to-Equity

in EUR Mio.	Planung					erweiterte Planung					Konv.	TV
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
EBIT	14,9	39,1	40,8	44,8	44,0	44,2	44,2	41,9	43,2	45,3	44,8	45,3
-/+ Finanzergebnis	-9,9	-11,8	-11,6	-11,1	-11,0	-11,4	-12,0	-11,2	-11,3	-10,8	-11,0	-11,1
-/+ Außerordentliches Ergebnis	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,6	0,7	2,0	2,0
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
+ Abschreibungen	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
- Veränderung des Anlagevermögens	-126,2	-170,9	-16,9	-6,1	-6,6	-10,4	-7,1	-11,4	-6,4	-9,4	-11,2	-11,3
-/+ Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-3,9	2,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,2	-0,2
-/+ Veränderung der liquiden Mittel	3,0	-1,1	-0,0	-0,3	0,0	-0,0	-0,1	0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
-/+ Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten	122,0	72,4	-10,9	-13,9	-14,0	-13,9	-13,7	-13,8	-13,8	-13,9	4,8	4,9
Cashflow-to-Equity	-	-70,2	1,1	12,9	12,0	8,0	11,0	5,5	11,3	10,7	25,6	25,9

580. Der abgeleitete Cashflow-to-Equity setzt sich aus Dividendenzahlungen und Kapitalerhöhungen zusammen. Die Dividendenzahlungen und hinzuzurechnenden Thesaurierungen werden zur Ermittlung der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse im Rahmen der unmittelbaren Typisierung um persönliche Einkommensteuern reduziert und mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern diskontiert. Dabei ist in der Konvergenzphase sowie nachhaltig von einer Ausschüttungsquote i.H.v. rd. 65% auszugehen, welche der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der Peer Group-Unternehmen entspricht.

581. Die negativen Cashflows aus den Kapitalerhöhungen werden dagegen mit dem risikolosen Basiszinssatz nach persönlichen Steuern diskontiert. Bei negativen Zahlungsströmen, wie z.B. Kapitalerhöhungen, kann nach IDW S 1 Tz. 89 grundsätzlich ein Risikoabschlag vorgenommen werden. In der Bewertungspraxis ist hingegen zu beobachten, dass anstatt der Anwendung des Risikoabschlags eine Diskontierung mit dem risikolosen Basiszinssatz erfolgt. Diese Vorgehensweise unterstellt, dass Kapitalerhöhungen, die in der Zukunft geplant sind, nicht mit Risiko behaftet sind. Diesem Ansatz sind wir gefolgt.

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

¹¹⁴ Vgl. Kapitel 6.1. und 6.2. sowie 6.3.

¹¹⁵ Vgl. Kapitel 6.1. und 6.2. sowie 6.3.

Ertragswertverfahren IDW S 1 - Ableitung der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse

in EUR Mio.	Planung					erweiterte Planung					Konv.	TV
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
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
Ausschüttungsquote	0%	0%	4%	39%	37%	25%	35%	18%	36%	32%	65%	65%
Thesaurierungsquote	100%	100%	96%	61%	63%	75%	65%	82%	64%	68%	35%	35%
Geplante Thesaurierung	4,9	97,1	27,5	20,1	20,4	24,0	20,6	24,7	20,0	23,1	6,2	6,3
Cashflow-to-Equity	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 Kapitalerhöhung	-	-70,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
davon Hinzurechnung als Dividende	-	-	1,1	12,9	12,0	8,0	11,0	5,5	11,3	10,7	20,7	20,9
davon Einlagerückgewähr	-	-	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>persönliche Steuern (26,4%)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,9
davon Hinzur. als fiktive Thesaurierung	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,9	5,0
<i>persönliche Steuern (13,2%)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,6	-0,7
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	-	-	1,0	11,2	10,4	7,0	9,6	4,8	9,8	9,3	22,3	22,0
Kapitalerhöhungen	-	-70,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

583. Der Anteil des Cashflows-to-Equity, den wir als Dividende berücksichtigt haben, ist aufgrund des steuerlichen Einlagekontos der Gesellschaft i.H.v. EUR 1.415,2 Mio. zum 31. Dezember 2016 weitestgehend von der Abgeltungssteuer befreit. Steuerlich werden Dividenden, die den ausschüttbaren Gewinn¹¹⁶ übersteigen, als Einlagenrückgewähr behandelt und zunächst nicht mit Abgeltungssteuer belastet. Die steuerliche Einlagenrückgewähr führt jedoch gleichzeitig zu einer Reduzierung der steuerlichen Anschaffungskosten, so dass bei der Veräußerung der Anteile durch den Aktionär ein Veräußerungsgewinn realisiert wird, der wiederum der Abgeltungssteuer unterliegt. Somit ergibt sich aus dem steuerlichen Einlagekonto lediglich ein Steuererstundungseffekt und keine Steuerersparnis. Analog zu den Annahmen bei der fiktiven Thesaurierung haben wir diesen Steuerstundungseffekt durch den hälftigen Steuersatz i.H.v. 13,2% berücksichtigt. Da das steuerliche Einlagekonto steuerfreie Ausschüttungen bis über das Jahr des Terminal Values hinaus ermöglicht, haben wir die sich ergebende Steuerstundung barwertäquivalent in der ewigen Rente erfasst.

¹¹⁶ Der ausschüttbare Gewinn ist definiert als: Steuerliches Eigenkapital abzgl. gezeichnetes Kapital und steuerliches Einlagekonto (minimal 0).

584. Auf Basis der angesetzten Marktrisikoprämie i.H.v. 6,0% bzw. alternativ 5,5% ergeben sich folgende verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern:

Ertragswertverfahren IDW S 1 - Ableitung der Kapitalkosten nach persönlichen Steuern

	Planung					erweiterte Planung					Konv.	TV	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027		
Risikoloser Basiszinssatz (vor pers. 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%	1,25%
<i>persönliche Steuern (26,4%)</i>	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%
Risikoloser Basiszinssatz (nach pers. 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%	0,92%
I. MRP 6,0% nach pers. Steuern													
Marktrisikoprämie (nach pers. 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%	6,00%
Betafaktor	0,50	0,59	0,63	0,60	0,59	0,57	0,54	0,53	0,52	0,51	0,49	0,49	0,49
Risikoprämie (nach pers. Steuern)	2,99%	3,54%	3,75%	3,62%	3,54%	3,44%	3,25%	3,18%	3,12%	3,05%	2,96%	2,96%	2,96%
Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	3,91%	4,46%	4,67%	4,54%	4,46%	4,36%	4,17%	4,10%	4,04%	3,97%	3,88%	3,88%	3,88%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,00%
Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern & Wachstumsabschlag)	3,91%	4,46%	4,67%	4,54%	4,46%	4,36%	4,17%	4,10%	4,04%	3,97%	3,88%	3,88%	2,88%
II. MRP 5,5% nach pers. Steuern													
Marktrisikoprämie (nach pers. Steuern)	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Betafaktor	0,48	0,56	0,59	0,57	0,56	0,55	0,52	0,51	0,50	0,49	0,48	0,48	0,48
Risikoprämie (nach pers. Steuern)	2,64%	3,07%	3,26%	3,16%	3,10%	3,02%	2,87%	2,82%	2,77%	2,71%	2,64%	2,64%	2,64%
Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	3,56%	3,99%	4,18%	4,08%	4,02%	3,94%	3,79%	3,74%	3,69%	3,63%	3,56%	3,56%	3,56%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,00%
Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern & Wachstumsabschlag)	3,56%	3,99%	4,18%	4,08%	4,02%	3,94%	3,79%	3,74%	3,69%	3,63%	3,56%	3,56%	2,56%

585. Bei einer Marktrisikoprämie von 6,0% nach persönlichen Steuern betragen die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern zwischen 3,9% und 4,7%, alternativ bei einer Marktrisikoprämie von 5,5% zwischen 3,6% und 4,2%. Diese verschuldeten Eigenkapitalkosten werden für die Diskontierung der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse verwendet.

586. Für die Bewertung mit einer Marktrisikoprämie von 6,0% nach persönlichen Steuern ergibt sich jeweils zum 17. November 2017 ein Barwert der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse i.H.v. EUR 565,9 Mio. und ein Barwert der Kapitalerhöhungen i.H.v. EUR -69,4 Mio. Entsprechend der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 resultiert folglich für den Ertragswert der WCM ein Wert zum 17. November 2017 i.H.v. EUR 496,5 Mio.:

Ertragswertverfahren IDW S 1 - Ertragswert (MRP 6,0% nach persönlichen Steuern)

in EUR Mio.	Planung					erweiterte Planung					Konv.	TV	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027		
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	-	-	1,0	11,2	10,4	7,0	9,6	4,8	9,8	9,3	22,3	22,0	22,0
<i>Kapitalisierungszinssatz</i>	3,9%	4,5%	4,7%	4,5%	4,5%	4,4%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%	2,9%	2,9%
<i>Barwertfaktor</i>	0,96	0,92	0,88	0,84	0,81	0,77	0,74	0,71	0,68	0,66	0,63	0,63	22,0
Barwert der zu diskontierenden finanz. Überschüsse	-	-	0,9	9,4	8,4	5,4	7,1	3,4	6,7	6,1	14,1	14,1	485,7
Σ BW der finanz. Überschüssen 31. Dezember 2016	547,2												
<i>Aufzinsungsfaktor</i>													1,03
Σ BW der finanz. Überschüsse 17. November 2017													565,9
Kapitalerhöhung	-	-70,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Kapitalisierungszinssatz</i>	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
<i>Barwertfaktor</i>	0,99	0,98	0,97	0,96	0,96	0,95	0,94	0,93	0,92	0,91	0,90	0,90	98,2
Barwert der Kapitalerhöhungen	-	-68,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Σ BW der Kapitalerhöhungen 31. Dezember 2016	-68,9												
<i>Aufzinsungsfaktor</i>													1,01
Σ BW der Kapitalerhöhungen 17. November 2017													-69,4
Ertragswert zum 17. November 2017													496,5

587. Bei einer Marktrisikoprämie von alternativ 5,5% ergibt sich analog ein Ertragswert i.H.v. EUR 583,2 Mio.:

Ertragswertverfahren IDW S 1 - Ertragswert (MRP 5,5% nach persönlichen Steuern)

in EUR Mio.	Planung					erweiterte Planung					Konv.	TV	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027		
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	-	-	1,0	11,2	10,4	7,0	9,6	4,8	9,8	9,3	22,3	22,0	
<i>Kapitalisierungszinssatz</i>	3,6%	4,0%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%	2,6%	
<i>Barwertfaktor</i>	0,97	0,93	0,89	0,86	0,82	0,79	0,76	0,74	0,71	0,68	0,66	25,8	
Barwert der zu diskontierenden finanz. Überschüsse	-	-	0,9	9,6	8,6	5,5	7,3	3,5	7,0	6,3	14,7	569,5	
Σ BW der finanz. Überschüsse 31. Dezember 2016	632,8												
<i>Aufzinsungsfaktor</i>												1,03	
Σ BW der finanz. Überschüsse 17. November 2017	652,6												
Kapitalerhöhung	-	-70,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Kapitalisierungszinssatz</i>	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	
<i>Barwertfaktor</i>	0,99	0,98	0,97	0,96	0,96	0,95	0,94	0,93	0,92	0,91	0,90	98,2	
Barwert der Kapitalerhöhungen	-	-68,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Σ BW der Kapitalerhöhungen 31. Dezember 2016	-68,9												
<i>Aufzinsungsfaktor</i>												1,01	
Σ BW der Kapitalerhöhungen 17. November 2017	-69,4												
Ertragswert zum 17. November 2017	583,2												

6.6.1.1. Minderheiten

588. Minderheiten wurden bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse nicht berücksichtigt und werden als Sonderwert vom Ertragswert abgezogen. Die WCM verfügt über diverse Tochtergesellschaften, an denen Minderheitsgesellschafter mit einem Anteil zwischen 5,1% bis 12,0% beteiligt sind. Je nach Vertragsausgestaltung steht den nicht-beherrschenden Gesellschaftern nach Abschluss der gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen im Jahr 2017 (siehe Kapitel 3.2, Tz. 133 f) eine Garantiedividende oder eine Mindestgewinnbeteiligung zu. Nach Auskunft der Gesellschaft ist davon auszugehen, dass auf Basis der aktuellen Planung die vertraglichen Mindestgewinnbeteiligungen nicht signifikant überschritten werden und aus diesem Grund ein konstanter Ausgleich der Minderheiten in Höhe von EUR 0,4 Mio. im Jahr 2017 und EUR 0,9 Mio. ab dem Jahr 2018 angenommen werden kann. Der Anstieg ist auf die Akquisitionen im Jahr 2018 zurückzuführen.

589. Der Wert der Minderheiten wurde vor persönlichen Steuern ermittelt, da die nicht-beherrschenden Gesellschafter überwiegend aus Kapitalgesellschaften bestehen. Durch die Ausgestaltung als Mindestbeteiligung unterliegen die Minderheiten einem anderen Risikoprofil als eine gewöhnliche Eigenkapitalbeteiligung. Um dieses sachgerecht abzubilden, haben wir den Mittelwert aus risikofreiem Zinssatz und den verschuldeten Eigenkapitalkosten als Kapitalisierungszinssatz verwendet.¹¹⁷

590. Der Wert der Minderheiten zum 17. November 2017 beträgt EUR 30,8 Mio.

Auf Minderheiten entfallender Anteil (Barwert der Garantiedividenden bzw. Ausgleichszahlungen)

in EUR Mio.	Planung					erweiterte Planung					Konv.	TV
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Garantiedividenden bzw. Ausgleichszahlungen	0,4	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
<i>Kapitalisierungszinssatz</i>	3,1%	3,5%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%
<i>Barwertfaktor</i>	0,97	0,94	0,90	0,87	0,84	0,82	0,79	0,77	0,74	0,72	0,70	23,2
Barwert der Garantiediv./Ausgleichszahl.	0,4	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	21,9
Σ der Barwerte der Garantiediv./Ausgleichszahl.	30,0											
<i>Aufzinsungsfaktor</i>												1,03
Wert der Minderheiten zum 17. November 2017												30,8

6.6.1.2. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

591. Im Rahmen der Analysen und Gespräche mit Planungsverantwortlichen wurde kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen identifiziert.

¹¹⁷ Die verschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern wurden unter Verwendung einer Marktisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern ermittelt (Vgl. 5.4.2.).

6.6.1.3. Wert des Eigenkapitals

592. Der Wert des Eigenkapitals bei Verwendung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 6,0% beträgt zum 17. November 2017 unter Berücksichtigung der Minderheiten i.H.v. EUR 30,8 Mio. und dem Ertragswert i.H.v. rd. EUR 496,5 Mio. insgesamt rd. EUR 465,7 Mio. Dies entspricht bei einer Aktienanzahl von rd. 136,8 Mio. Aktien einem Wert von EUR 3,40 je Aktie.

Wert des Eigenkapitals (MRP 6,0% nach persönlichen Steuern)

in EUR Mio.

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

593. Alternativ beträgt der Wert des Eigenkapitals bei Verwendung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,5% zum 17. November 2017 unter Berücksichtigung der Minderheiten i.H.v. EUR 30,8 Mio. und dem Ertragswert i.H.v. rd. EUR 583,2 Mio. insgesamt rd. EUR 552,4 Mio. Dies entspricht bei einer Aktienanzahl von rd. 136,8 Mio. Aktien einem Wert von EUR 4,04 je Aktie.

Wert des Eigenkapitals (MRP 5,5% nach persönlichen Steuern)

in EUR Mio.

Ertragswert zum 17. November 2017	583,2
Sonderwerte	-
Wert der Minderheiten zum 17. November 2017	30,8
Wert des Eigenkapitals zum 17. November 2017	552,4
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück)	136,8
Wert je Aktie zum 17. November 2017	4,04

6.6.2. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

594. Neben der Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis der Ertragswertmethode werden für Vergleichszwecke Wertbandbreiten auf Basis der Multiplikator-Methode ermittelt. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig Umsatz- oder Ergebnisgröße) des Unternehmens und dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von börsennotierten Peer Group-Unternehmen (Börsenmultiplikatoren) abgeleitet wird.

595. Zur Bewertung der WCM kommen zunächst die bei vergleichbaren Unternehmen am Markt beobachtbaren Börsenkurse und daraus abgeleitete Multiplikatoren in Betracht. Im Gegensatz zur Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group ist bei einer vergleichenden Marktbewertung anhand von Börsenmultiplikatoren nicht die Länge der historischen Börsennotierung, sondern vielmehr die Güte der zukunftsgerichteten Analystenschätzungen der Bezugsgrößen entscheidend. Daher können zunächst alle in der Peer Group-Auswahl identifizierten Peer Group-Unternehmen in die Bewertung einbezogen werden. Die nachfolgenden Analysen basieren auf Multiplikatoren der Planjahre 2017, 2018 und 2019.

596. Im Konzept des IDW S 1 dient die vergleichende Bewertung anhand von Multiplikatoren der Plausibilisierung des Ertragswerts. Insofern sind die abgeleiteten Multiplikatoren nicht als eigenständige Bewertung zu betrachten.

597. Für die Ableitung von Multiplikatoren für die WCM wird zunächst die Planungsrechnung des Bewertungsobjekts mit den Schätzungen für die Peer Group-Unternehmen verglichen. Um angemessene Umsatz-, EBIT- und FFO-Multiplikatoren aus der Peer Group abzuleiten, wird zusätzlich auf die maßgeblich wertbeeinflussenden Faktoren Wachstum und Profitabilität abgestellt.

598. **Umsatz-Multiplikator**

EBIT-Margen und Wachstumserwartungen haben für den Umsatz-Multiplikator einen hohen Erklärungsgehalt. Zur Auswahl der relevanten Multiplikatoren wurde auf das Margen-/Wachstumsprofil der Peer Group-Unternehmen abgestellt:

599. Im Jahr 2017 fallen bei der WCM Kosten aufgrund der Übernahme durch die TLG i.H.v. EUR 11,6 Mio. an. Diese wurden für Zwecke der Multiplikator-Bewertung im Jahr 2017 bereinigt.

	Umsatzwachstum p.a.			Umsatz-CAGR		EBIT-Marge			Umsatz-Multiplikator		
	2017	2018	2019	'16-'19	'17-'19	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Hamborner REIT AG	6,4%	11,0%	6,5%	7,9%	8,7%	47,0%	47,6%	48,0%	16,5x	14,9x	14,0x
DIC Asset AG	n.m	-2,9%	1,9%	n.a.	-0,5%	62,8%	58,8%	62,8%	19,0x	19,6x	19,2x
VIB Vermögen AG	5,8%	5,7%	5,6%	5,7%	5,6%	84,0%	83,1%	80,1%	14,6x	13,8x	13,1x
DEMIRE Deutsche Mittelstand	n.m.	4,1%	6,9%	n.a.	5,5%	56,6%	74,0%	79,1%	12,0x	11,5x	10,8x
alstria office REIT-AG	-7,6%	2,9%	2,5%	-0,9%	2,7%	97,2%	82,9%	79,0%	17,4x	16,9x	16,5x
Deutsche Euroshop AG	-5,0%	1,9%	0,6%	-0,9%	1,2%	87,2%	87,2%	86,3%	17,7x	17,4x	17,3x
Mittelwert	-0,1%	3,8%	4,0%	3,0%	3,9%	72,5%	72,3%	72,6%	16,2x	15,7x	15,1x
Median	0,4%	3,5%	4,1%	2,4%	4,1%	73,4%	78,5%	79,1%	17,0x	15,9x	15,2x
WCM	41,3%	21,1%	0,3%	19,7%	10,2%	32,4%	70,2%	72,9%			

600. Im Vergleich zur Peer Group liegen die Wachstumserwartungen der WCM zunächst deutlich oberhalb der Peer Group. Bei der Marge weist die WCM mit Ausnahme des Jahres 2017 einen Wert nahe dem Mittelwert der Peer Group auf. Bezieht man sowohl die Wachstums- als auch die Margenerwartungen in die Analyse ein, kann man das Unternehmen VIB Vermögen AG als Unternehmen mit am ehesten vergleichbaren Wachstums- und Margenprofil identifizieren. Entsprechend wurde eine Bandbreite aus dem Umsatz-Multiplikator der VIB Vermögen AG und dem Peer Group-Median zur Bewertung herangezogen.

601. EBIT-Multiplikator

Für EBIT-Multiplikatoren ist das Wachstumsprofil der wesentliche Treiber. Entsprechend wird bei der Auswahl der geeigneten Multiplikatoren insbesondere auf das Wachstumsprofil abgestellt:

	Umsatzwachstum p.a.			Umsatz-CAGR		EBIT-Marge			EBIT-Multiplikator		
	2017	2018	2019	'16-'19	'17-'19	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Hamborner REIT AG	6,4%	11,0%	6,5%	7,9%	8,7%	47,0%	47,6%	48,0%	35,1x	31,3x	29,1x
DIC Asset AG	n.m	-2,9%	1,9%	n.a.	-0,5%	62,8%	58,8%	62,8%	30,3x	33,3x	30,7x
VIB Vermögen AG	5,8%	5,7%	5,6%	5,7%	5,6%	84,0%	83,1%	80,1%	17,4x	16,6x	16,3x
DEMIRE Deutsche Mittelstand	n.m.	4,1%	6,9%	n.a.	5,5%	56,6%	74,0%	79,1%	21,2x	15,6x	13,6x
alstria office REIT-AG	-7,6%	2,9%	2,5%	-0,9%	2,7%	97,2%	82,9%	79,0%	17,9x	20,4x	20,8x
Deutsche Euroshop AG	-5,0%	1,9%	0,6%	-0,9%	1,2%	87,2%	87,2%	86,3%	20,3x	19,9x	20,0x
Mittelwert	-0,1%	3,8%	4,0%	3,0%	3,9%	72,5%	72,3%	72,6%	23,7x	22,9x	21,8x
Median	0,4%	3,5%	4,1%	2,4%	4,1%	73,4%	78,5%	79,1%	20,7x	20,2x	20,4x
WCM	41,3%	21,1%	0,3%	19,7%	10,2%	32,4%	70,2%	72,9%			

602. Aufgrund des Wachstumsprofils wird auch für den EBIT-Multiplikator eine Bandbreite aus der VIB Vermögen AG und dem Peer Group-Median herangezogen.

603. FFO-Multiplikator

Um die branchenübliche Verwendung der FFO zu berücksichtigen, wird ebenfalls der FFO-Multiplikator verwendet. Dieser wird, wie auch der EBIT-Multiplikator, maßgeblich vom Wachstum getrieben:

	Umsatzwachstum p.a.			Umsatz-CAGR		FFO-Marge			FFO-Multiplikator		
	2017	2018	2019	'16-'19	'17-'19	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Hamborner REIT AG	6,4%	11,0%	6,5%	7,9%	8,7%	60,1%	62,2%	61,0%	16,3x	14,2x	13,6x
DIC Asset AG	n.m	-2,9%	1,9%	n.a.	-0,5%	57,7%	60,3%	63,2%	10,7x	10,6x	9,9x
VIB Vermögen AG	5,8%	5,7%	5,6%	5,7%	5,6%	46,9%	49,9%	51,2%	15,0x	13,3x	12,3x
DEMIRE Deutsche Mittelstand	n.m.	4,1%	6,9%	n.a.	5,5%	n/m	n/m	n/m	21,1x	10,9x	7,5x
alstria office REIT-AG	-7,6%	2,9%	2,5%	-0,9%	2,7%	59,0%	60,6%	60,8%	16,2x	15,4x	14,9x
Deutsche Euroshop AG	-5,0%	1,9%	0,6%	-0,9%	1,2%	64,7%	66,3%	67,1%	13,1x	12,6x	12,4x
Mittelwert	-0,1%	3,8%	4,0%	3,0%	3,9%	57,7%	59,9%	60,6%	15,4x	12,8x	11,8x
Median	0,4%	3,5%	4,1%	2,4%	4,1%	59,0%	60,6%	61,0%	15,6x	13,0x	12,3x
WCM	41,3%	21,1%	0,3%	19,7%	10,2%	51,9%	54,7%	53,7%			

604. Analog zum Umsatz- und EBIT-Multiplikator wird zur Bewertung anhand des FFO-Multiplikators ebenso die Bandbreite aus der VIB Vermögen AG und dem Peer Group-Median verwendet.

605. Ergebnis der Multiplikator-Methode

Für die Bestimmung der verdichteten Multiplikator-Bandbreite haben wir im Folgenden alle Multiplikatoren gleichgewichtet. Somit erhält der durchschnittliche Wert des Eigenkapitals auf Basis der Unternehmensgesamtwert-Multiplikatoren ein Gewicht von rd. 66,6% und der Wert des Eigenkapitals auf Basis der Eigenkapitalwert-Multiplikatoren ein Gewicht von rd. 33,3%. Die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals der WCM nach Sonderwerten zum 17. November 2017 liegt auf Basis der Bezugsgrößen Umsatzerlöse, EBIT sowie FFO zwischen EUR 304,7 Mio. bis EUR 394,1 Mio.:

Wertbandbreite anhand der Multiplikator-Methode (Börsen-Multiplikatoren)

in EUR Mio.	Ausgewählte Multiplikatoren			Unternehmenswert	
	Min	Max	WCM Bezugsgröße	Min	Max
Unternehmensgesamtwert-Multiplikatoren					
Umsatz-Multiplikator 2017	14,6x	17,0x	46,1	671,8	781,1
Umsatz-Multiplikator 2018	13,8x	15,9x	55,8	769,7	886,7
Umsatz-Multiplikator 2019	13,1x	15,2x	56,0	731,2	852,1
EBIT-Multiplikator 2017	17,4x	20,7x	26,6	461,5	551,8
EBIT-Multiplikator 2018	16,6x	20,2x	39,1	649,9	789,3
EBIT-Multiplikator 2019	16,3x	20,4x	40,8	665,8	833,5
Unternehmensgesamtwert (Ø)				658,3	782,4
- Verzinsliche Verbindlichkeiten				-361,9	-361,9
Wert des Eigenkapitals (EV-Multiplikatoren)				296,4	420,5

	Ausgewählte Multiplikatoren			Eigenkapitalwert	
	Min	Max	WCM Bezugsgröße	Min	Max
Eigenkapitalwert-Multiplikatoren					
FFO-Multiplikator 2017	15,1x	15,6x	23,9	359,7	373,8
FFO-Multiplikator 2018	13,0x	13,4x	30,5	396,4	408,8
FFO-Multiplikator 2019	12,4x	12,4x	30,1	371,5	371,6
Wert des Eigenkapitals (Ø, EqV-Multiplikatoren)				375,9	384,7
Wert des Eigenkapitals auf Basis aller Multiplikatoren				322,9	408,6
- Minderheiten				-30,8	-30,8
Wert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2016				292,1	377,8
Aufzinsungsfaktor				1,04	1,04
Wert des Eigenkapitals zum 17. November 2017				304,7	394,1

606. Die Bandbreite des anhand der Ertragswertmethode ermittelte Werts des Eigenkapitals zum 17. November 2017 liegt zwischen EUR 465,7 Mio. bis EUR 552,4 Mio. und damit oberhalb der mit der Multiplikator-Methode ermittelten Wertbandbreite:

6.6.3. Vergleichsorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses

607. Gemäß IDW S 1 kann der Börsenkurs zu Plausibilisierungszwecken oder grundsätzlich als eigenständiges Bewertungsverfahren Berücksichtigung finden. Dennoch kann eine Verwendung des Börsenkurses als Grundlage des Unternehmenswerts eine Fundamentalbewertung nicht ersetzen, sofern diese Bewertung auf einer besseren und breiteren Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt, wie z.B. der verabschiedeten Unternehmensplanung, basiert.

608. Für die theoretischen Grundlagen und die aktuelle Rechtsprechung zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses verweisen wir auf die Darstellungen in Kapitel 5.5.4.

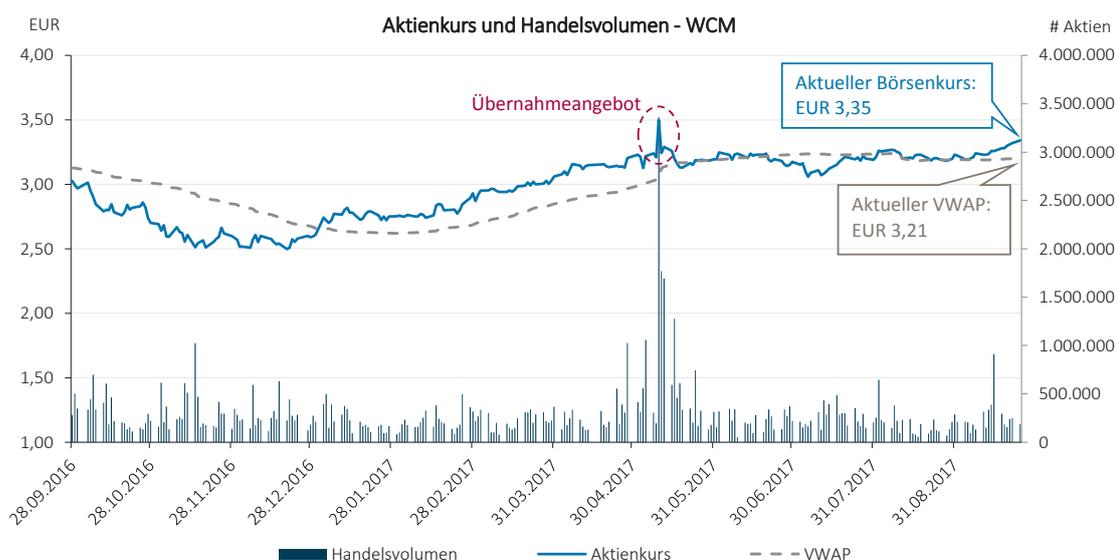
609. Die Aktien der WCM sind unter der International Securities Identification Number (ISIN) DE000A1X3X33 und dem Börsenkürzel WCMK zum Handel im regulierten Markt an der Wertpapierbörse in Frankfurt am Main (Prime Standard) und den Börsen in Hamburg und Stuttgart zugelassen. Des Weiteren werden die Aktien über das Handelssystem XETRA gehandelt.

610. Aktien, für die das Übernahmeangebot bereits angenommen wurde, werden unter der ISIN DE000A2E4LW1 gehandelt. Da diese nur eine geringe Handelsaktivität aufweisen und der Großteil des Aktienhandels über die ISIN DE000A1X3X33 abgewickelt wird, vernachlässigen wir im Folgenden vereinfachend die bereits eingereichten Anteile.

611. Maßgeblicher Börsenkurs

Im Folgenden wird untersucht, inwieweit der im Rahmen der angebotenen Abfindung für die WCM ermittelte Wert je Aktie i.H.v. EUR 3,40 über dem als Untergrenze geltenden Dreimonatsdurschnittskurs liegt.

612. In der folgenden Abbildung wird der Verlauf des Aktienkurses und des nach dem Handelsvolumen gewichteten dreimonatigen Durchschnittskurses der WCM-Aktie vom 28. September 2016 bis zum letzten Stichtag für die Datenabfrage am 28. September 2017 dargestellt.¹¹⁸



613. Der Dreimonatsdurschnittskurs der WCM-Aktie bis zum Zeitpunkt der Ankündigung der Absicht, einen Beherrschungsvertrag abschließen zu wollen, am 29. September 2017 beträgt EUR 3,21¹¹⁹. Dies entspricht einer Marktkapitalisierung von EUR 439,1 Mio. Der ermittelte Wert je WCM-Aktie i.H.v. EUR 3,40 entspricht in Bezug auf den Dreimonatsdurschnittskurs einer Prämie von 5,9%. Damit steht der für die WCM ermittelte Wert je Aktie im Einklang mit der Stollwerck- und DAT/ALTANA Rechtsprechung. Da zwischen dem Stichtag des hier ermittelten Dreimonatsdurschnittskurses und der beschlussfassenden Hauptversammlung der WCM weniger als zwei Monate liegen, ist eine Hochrechnung gemäß der Stollwerck- und DAT/ALTANA Rechtsprechung nicht notwendig.

614. In den 12 Monaten vor dem Stichtag der Datenerhebung stieg der Aktienkurs (jeweils Tageschlusskurs, Handelsplattform XETRA der Deutsche Börse AG) insgesamt von EUR 3,03 am 28. September 2016 auf EUR 3,35 zum 28. September 2017 an, was einem Anstieg um 10,6% ent-

¹¹⁸ Die Abfrage der Kapitalmarktdaten einschl. des Börsenkurses erfolgt anhand der Kapitalmarktdatenbank S&P Capital IQ.

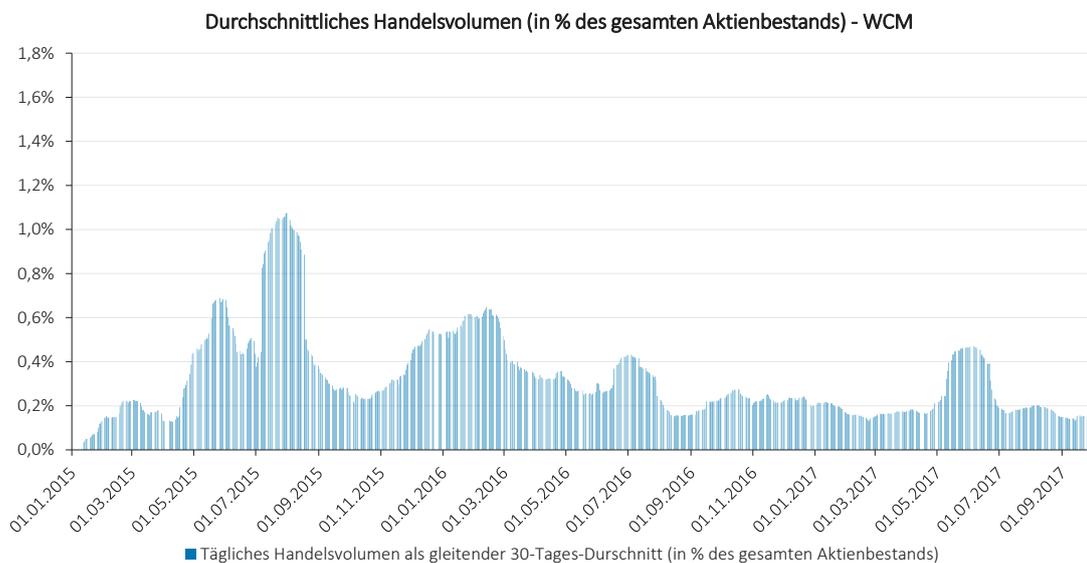
¹¹⁹ Der dargestellte Dreimonatsdurschnittskurs wurde auf Basis der Kapitalmarktdatenbank S&P Capital IQ ermittelt. Im Vergleich zur Berechnungsweise der BaFin können geringfügige Differenzen auftreten.

spricht. Eine Berücksichtigung des Stichtagskurses ist jedoch im Einklang mit der Rechtsprechung und den Bewertungsgrundsätzen des IDW S 1 aufgrund von Zufallseinflüssen und kurzfristigen Verzerrungen nicht erforderlich.

615. Insgesamt weist der Aktienkursverlauf im Betrachtungszeitraum, abgesehen vom Übernahmeangebot im Mai 2017, keine auffälligen Sprünge auf, die auf eine Verzerrung des Börsenkurses und eine eingeschränkte Aussagekraft des Aktienkurses für den Verkehrswert der WCM-Aktien aufgrund von außerordentlichen Ereignissen schließen lassen. Da der Anstieg des Kurses als Folge der Ankündigung des Übernahmeangebots nur von kurzer Dauer war, erachten wir den Aktienkurs als insgesamt aussagekräftig. Auch ist in der Folge nicht zu beobachten, dass der Börsenkurs sich nur noch in einem engen Band um den Dreimonatsdurchschnittskurs bewegt, wie es oft bei Übernahmeangeboten der Fall ist. Weitere wichtige Unternehmensereignisse wie diverse Immobilienankäufe im September und November 2016 sowie im Februar 2017 und die Veröffentlichung von Finanzzahlen hatten keinen beobachtbaren Einfluss auf den Kurs der WCM-Aktie.

616. **Kurs- und Liquiditätsanalyse der WCM-Aktie**

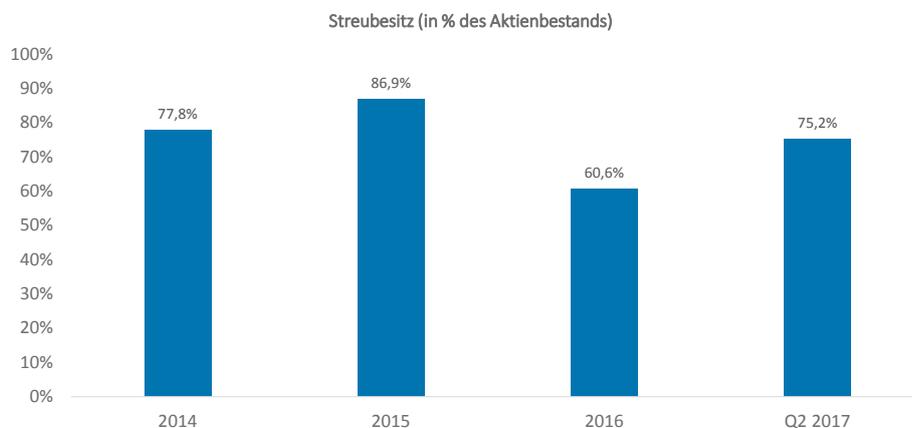
Die WCM-Aktie wurde im Referenzzeitraum an ausreichend vielen Handelstagen mit ausreichenden Volumina gehandelt, d.h. Börsenkurse konnten festgestellt werden und wiesen auch keine erheblichen Kurssprünge an nacheinander gelagerten Handelstagen auf.



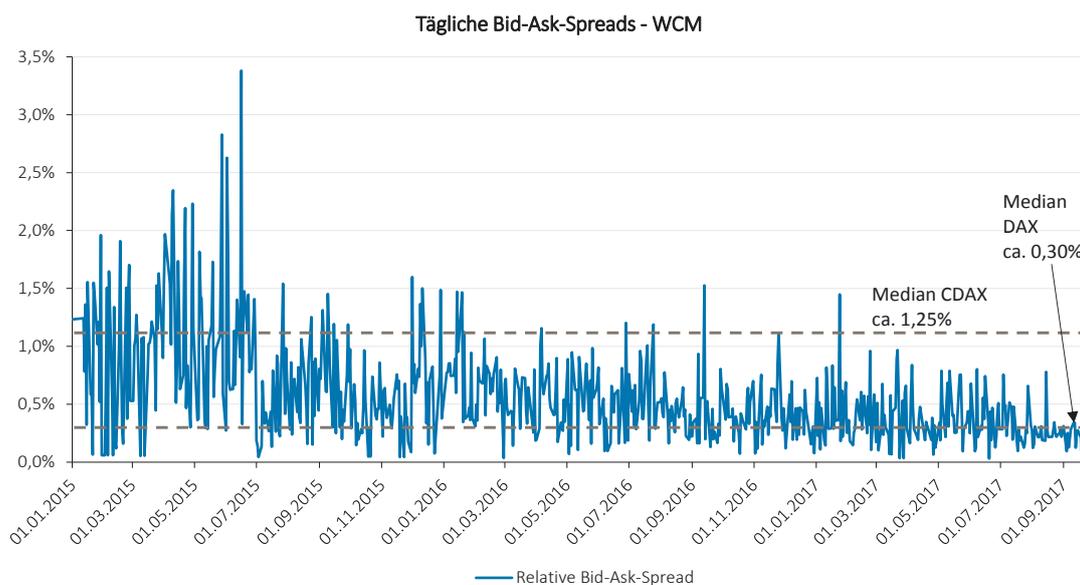
617. Das Handelsvolumen in Bezug auf den gesamten Aktienbestand ist im Beobachtungszeitraum durchweg deutlich größer 0,01%. Über den betrachteten Zeitraum hinweg betrug das durchschnittliche Handelsvolumen ca. 329 Tsd. Stück bzw. 0,33% des gesamten Aktienbestands.

618. Darüber hinaus war die Mehrzahl der WCM-Aktien bis zum Closing des Übernahmeangebots im Streubesitz (sog. Free Float). Im Zeitraum vom 31. Dezember 2014 bis zum 30. Juni 2017 lag der Streubesitz stets zwischen 60,6% zum 31. Dezember 2016 und 86,9% zum 31. Dezember

2015. Die dargestellte Höhe des Free Floats spricht ebenfalls nicht für eine eingeschränkte Liquidität der WCM-Aktien.



619. Im Folgenden wird darüber hinaus der Bid-Ask-Spread als ein Maß für die Transaktionskosten vorgenommen:



620. Aus der Darstellung des Bid-Ask-Spreads wird ersichtlich, dass die täglichen Bid-Ask-Spreads im Betrachtungszeitraum vom 12. Januar 2015 bis zum 28. September 2017 tendenziell abnehmen. Sinkende Bid-Ask-Spreads sind im Allgemeinen mit höheren Handelsvolumina und dadurch einer höheren Liquidität in Verbindung zu bringen. Da die WCM das Planinsolvenzverfahren erst Ende des Jahres 2014 verließ, erfolgte der erste reguläre Handel nach der Insolvenz erst wieder im Januar 2015. Besonders im ersten halben Jahr der erneuten Notierung waren relativ hohe Bid-Ask-Spreads zu beobachten. Unsicherheit über den Erfolg der Neuausrichtung und damit verbundene Vorsicht der Kapitalmarktteilnehmer dürften einer der Hauptgründe gewesen sein. Mit zunehmender Klarheit über die Strategie und Zukunftsaussichten der WCM stellten sich eine höhere Liquidität und geringere Bid-Ask-Spreads ein.

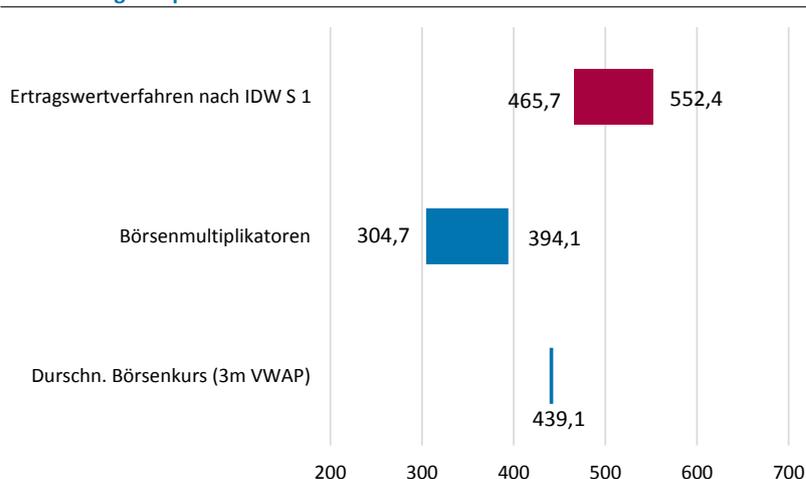
621. Im letzten Jahr des Betrachtungszeitraums liegt der durchschnittliche Bid-Ask-Spread bei 0,37%, was für eine hohe Handelsaktivität der WCM-Aktie spricht. Vergleichsweise liquide Aktien, die im DAX oder CDAX notiert sind, weisen im Median einen Bid-Ask-Spread von 0,30% für den DAX und 1,25% für den CDAX aus. Insgesamt liegt der Bid-Ask-Spread im Betrachtungszeitraum leicht über dem durchschnittlichen Bid-Ask-Spread der DAX-Unternehmen aber deutlich unter dem der CDAX-Unternehmen, so dass hieraus auf eine hohe Liquidität der WCM-Aktien geschlossen werden kann.
622. Nach Interpretation der zuvor zitierten Rechtsprechung sind im Sinne „juristischer Liquiditätskriterien“ keine Anzeichen einer mangelnden Liquidität der WCM-Aktie im Referenzzeitraum gegeben, da die Aktie an ausreichend vielen Handelstagen gehandelt wurde, d.h. der Börsenkurs festgestellt werden konnte, und die Börsenkurse auch keine erheblichen Kurssprünge an nacheinander gelagerten Handelstagen aufwiesen.¹²⁰ Auch aus rein ökonomischer Sicht ist der Aktienhandel im Referenzzeitraum vom 12. Januar 2015 bis zum 28. September 2017 in seiner Liquidität nicht limitiert.

¹²⁰ Vgl. § 5 Abs. 4 WpÜGAngebV.

6.6.4. Fazit zum Stand Alone-Wert des Eigenkapitals

623. Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Wert des Eigenkapitals zum 17. November 2017 beträgt EUR 465,7 Mio. und liegt damit oberhalb der anhand der Multiplikator-Methode ermittelten Wertbandbreite und auch über dem durchschnittlichen Börsenkurs (VWAP). Eine Berücksichtigung des durchschnittlichen Börsenkurses als Untergrenze der angemessenen Abfindung ist daher nicht erforderlich. Der VWAP liegt oberhalb der ermittelten Multiple-Bandbreite, da der Aktienkurs seit Ende des Jahres 2016 bis zum Übernahmeangebot um rd. 30% stark angestiegen ist. Dieser starke Anstieg ist in den Multiples nicht reflektiert.
624. Zudem liegt der anhand der Börsenmultiplikatoren ermittelte Wert des Eigenkapitals unterhalb der anhand des Ertragswertes ermittelten Wert des Eigenkapitals. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die für die Multiplikator-Bewertung vorhandenen Bezugsgrößen der Jahre 2017 bis 2019 im Durchschnitt noch nicht ein nachhaltiges Niveau darstellen. Dagegen wird der Ertragswert maßgeblich durch die langfristig zu erzielenden Bezugsgrößen Umsatz, EBIT und FFO geprägt, deren nachhaltiges Niveau jedoch bei der Multiplikator-Bewertung nicht vollständig abgebildet wird.
625. Der als Sensitivität ermittelte Wert des Eigenkapitals unter Verwendung einer Marktrisikoprämie von 5,5% vor persönlichen Steuern beträgt EUR 552,4 Mio. und liegt deutlich über der anhand der Börsenmultiplikatoren ermittelten Wertbandbreite und erscheint nicht plausibel.

Wert des Eigenkapitals



7. WÜRDIGUNG DER SYNERGIEN NACH IDW S 1

626. Die TLG erwartet nach vollständiger Integration der WCM in den TLG-Konzern, Synergien in Form von Einsparungen von Verwaltungskosten sowie Verbesserungen und Effizienzsteigerungen bei Informatiksystemen realisieren zu können. Die Gesellschaft schätzt die jährlichen Einsparungen der Verwaltungskosten (einschließlich IT-basierten Effizienzsteigerungen) auf insgesamt EUR 5 Mio. Diese entfallen im Wesentlichen auf reduzierte Vorstandskosten und Personalkosten in Verwaltungsfunktionen sowie damit verbundene Sachkosteneinsparungen. Zudem werden Vorteile aus einer mittelfristig erhöhten Flexibilität und Effizienz in Bezug auf die Finanzierung des kombinierten Unternehmens und einer gesteigerten Akquisitionskapazität erwartet, wobei für das kombinierte Unternehmen geschätzt wird, dass bei zukünftigen Akquisitionen darüber hinaus von einer schnelleren Nutzung der bestehenden steuerlichen Verlustvorträgen der WCM profitiert werden kann.¹²¹
627. Gemäß der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 sind Synergien bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung zu berücksichtigen, sofern die Realisierung der Synergien bereits ohne die Umsetzung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegende Maßnahme, d.h. dem Abschluss des Beherrschungsvertrags zwischen der TLG und der WCM, möglich ist (sog. unechte Synergien). Synergien, die erst mit Umsetzung der Maßnahme realisiert werden können, sind dagegen nicht berücksichtigungsfähig (sog. echte Synergien).¹²² Zudem setzt IDW S 1 i.d.F. 2008 voraus, dass unechte Synergie hinreichend konkretisiert bzw. eingeleitet und in der Unternehmensplanung berücksichtigt sind.
628. Die Schätzung der Synergien i.H.v. von EUR 5,0 Mio. basiert auf einer überschlägigen Schätzung der TLG, welche im Rahmen der Entscheidungsfindung zur Abgabe eines Übernahmeangebots erstellt wurde. Die genannten Synergiepotenziale basieren nicht auf einem konkreten Maßnahmenkatalog sowie einem vollständigen Preis-/Mengen-Gerüst, so dass die Synergien und die zur Realisierung notwendigen Maßnahmen zum Bewertungsstichtag nicht hinreichend konkretisiert sind und bereits aus diesem Grund eine Berücksichtigung der Synergien im Sinne des IDW S 1 i.d.F. 2008 Tz. 34 ausscheidet.
629. Auch wenn ein detaillierter Maßnahmenkatalog und eine quantitative Verifizierung der Synergiepotenziale anhand eines vollständigen Preis-/Mengen-Gerüsts zum Zeitpunkt der Bewertungsarbeiten nicht erfolgt ist, erwartet die TLG, dass sämtliche Synergien erst nach oder nur im Zusammenhang mit dem Abschluss des Beherrschungsvertrags realisiert werden können.
630. Am 29. September 2017 hat die WCM bekannt gegeben, dass die bisherigen WCM Vorstände im Zusammenhang mit Vollzug des Übernahmeangebots und beabsichtigtem Abschluss eines Beherrschungsvertrags mit der TLG zum 30. November 2017 ihr Amt niederlegen. Sofern hieraus zukünftige Kosteneinsparungen durch Besetzung der Vorstandspositionen in Personalunion mit dem Vorstand der TLG entstehen sollten, setzt dies den Abschluss des Beherr-

¹²¹ Vgl. Angebotsunterlage zum freiwilligen Übernahmeangebot, S. 47.

¹²² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 33 ff.

schungsvertrags voraus. Gleiches gilt für die Aufhebungsvereinbarungen für drei leitende Angestellte der WCM, die aufgrund von Aufhebungsvereinbarungen zum 31. März 2018 aus dem Unternehmen ausscheiden werden.

631. Gemäß § 1 des planmäßig am 6. Oktober 2017 geschlossenen Beherrschungsvertrags unterstellt die WCM 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. Der Vorstand der WCM ist verpflichtet, den Weisungen der TLG Folge zu leisten. Insofern geht der Beherrschungsvertrag der eigenverantwortlichen Leitung der WCM durch ihre Vorstandsmitglieder gemäß § 76 Abs. 1 AktG vor.
632. Durch die im Zusammenhang mit dem Beherrschungsvertrag entstehende Weisungsgebundenheit der Vorstandsmitglieder der WCM plant die TLG nach Abschluss des Beherrschungsvertrags, wesentliche Stabs- und Verwaltungsfunktionen durch die bereits bei der TLG vorhandenen Kapazitäten zu übernehmen. Zudem soll die Anzahl der Vorstandsmitglieder der WCM reduziert werden. Auch ist eine Besetzung der Vorstands der WCM durch Vorstandsmitglieder der TLG (Personalunion) denkbar. Hieraus werden Einsparungen in Bezug auf Personal- und Sachkosten, wie z.B. in Bezug auf die IT-Systeme, erwartet. Die Aufgabe der organisatorischen Souveränität bzw. der eigenverantwortlichen Leitung der WCM ist dabei eine zentrale Voraussetzung für die Reduzierung der Anzahl der Vorstandsmitglieder, oder einer Neubesetzung in Personalunion mit dem Vorstand der TLG als auch einer Reduzierung der Mitarbeiter in Verwaltungsfunktionen. Die Realisierung der genannten Einsparungen der Verwaltungs- und Sachkosten ist daher erst durch den Abschluss des Beherrschungsvertrags möglich und insofern als echte Synergien i.S.d. IDW S 1 zu werten. Diese echten Synergien sind nicht bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung bzw. des Ausgleichs zu berücksichtigen.
633. Vorteile aus einer flexibleren Finanzierung des kombinierten Unternehmens, einer gesteigerten Akquisitionskapazität und einer schnelleren Nutzung der bestehenden steuerlichen Verlustvorträge setzen ebenfalls die Weisungsgebundenheit des Vorstands der WCM und damit den Abschluss des Beherrschungsvertrags voraus. Zur schnelleren Nutzung der steuerlichen Verlustvorträge ist es erforderlich, dass zukünftige Akquisitionen des kombinierten Unternehmens auf Ebene der WCM (anstatt der TLG) getätigt werden. Gleichzeitig verfügt die TLG im Vergleich zur WCM über einen besseren Zugang zu Fremd- und Eigenkapital, den sie zur Finanzierung der Akquisitionen auf Ebene der WCM zur Verfügung stellen will. Während die TLG auf Stand Alone-Basis Portfolioakquisitionen selbst durchgeführt hätte, ist nach Abschluss des Beherrschungsvertrags eine Verlagerung der Akquisitionen der TLG in die WCM beabsichtigt. Die Aufgabe eigener Portfolioakquisitionen seitens der TLG zugunsten der WCM ist nur unter Voraussetzung der Weisungsgebundenheit des Vorstands der WCM und der vollständigen Beherrschung der WCM durch die TLG für diese wirtschaftlich sinnvoll. Insofern sind Synergien aus der gesteigerten Akquisitionsfähigkeit, der flexibleren Finanzierung des kombinierten Unternehmens und der schnelleren Nutzung der steuerlichen Verlustvorträge vollständig als echte Synergien zu klassifizieren und nicht bei der Ermittlung der Abfindung zu berücksichtigen.

634. Im Übrigen weisen wir daraufhin, dass auch bei der Berücksichtigung von echten Synergien eine Annahme hinsichtlich der Allokation der entstehenden Synergien auf die TLG und WCM vorzunehmen wäre. In der Bewertungspraxis wird üblicherweise vereinfachend von einer wertproportionalen Allokation ausgegangen, so dass eine Berücksichtigung der Synergien keinen Einfluss auf die Beurteilung der Angemessenheit des Austauschverhältnisses hätte, sofern keine Gründe für eine disproportionale Allokation zwingend sind.

8. FESTLEGUNG DER ANGEMESSENEN ABFINDUNG UND DES AUSTAUSCHVERHÄLTNISES

635. Die ermittelten Werte des Eigenkapitals für die TLG und die WCM stellen sich zum 17. November 2017 wie folgt dar:

Übersicht Wert je Aktie und Austauschverhältnis zum 17. November 2017

in EUR Mio. bzw. EUR je Aktie	Wert des Eigenkapitals		Wert je Aktie		Austauschverhältnis
	TLG	WCM	TLG	WCM	
Festlegung Vorstand	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1 : 5,75
Ertragswert IDW S 1 n. p. St. (MRP 6,0%)	1.926,9	465,7	20,37	3,40	1 : 5,99
Ertragswert IDW S 1 n. p. St. (MRP 5,5%)	2.355,2	552,4	24,89	4,04	1 : 6,16

636. Der Wert des Eigenkapitals der TLG auf Basis des Ertragswertverfahrens nach persönlichen Steuern beträgt zum 17. November 2017 mit einer Marktrisikoprämie von 6,0% EUR 1.926,9 Mio., was bei einer Aktienanzahl von 94,6 Mio. einem Wert je Aktie von EUR 20,37 entspricht. Der Wert des Eigenkapitals der WCM auf dieser Basis beträgt EUR 465,7 Mio. bzw. einem Wert je Aktie von EUR 3,40 bei einer Aktienanzahl von 136,8 Mio. Dies entspricht einem Austauschverhältnis von 5,99 WCM-Aktien für eine TLG-Aktie, welches wir als angemessen i.S.d. angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG erachten.

637. Unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie i.H.v. 5,5% beträgt der Wert des Eigenkapitals der TLG EUR 2.355,2 Mio. bzw. EUR 24,89 je Aktie und der WCM EUR 552,4 Mio. bzw. EUR 4,04 je Aktie. Dies entspricht einem Austauschverhältnis von 6,16 WCM-Aktien für eine TLG-Aktie.

638. Die Vorstände der TLG und WCM legen das Austauschverhältnis fest. Im Rahmen des beabsichtigten Beherrschungsvertrags verpflichtet sich die TLG, den außenstehenden Aktionären der WCM dessen WCM-Aktien gegen Gewährung von auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der TLG von jeweils EUR 1,00 („Abfindungsaktien“) im Austauschverhältnis 4 Abfindungsaktien gegen 23 WCM-Aktien zu erwerben (entspricht 5,75 WCM-Aktien für eine TLG-Aktie).

639. Dieses Austauschverhältnis liegt unterhalb des anhand einer Marktrisikoprämie von 6,0% ermittelten Austauschverhältnisses und stellt somit einen angemessene Abfindung im Sinne des § 305 Abs. 1 AktG dar.

9. ABLEITUNG UND FESTLEGUNG DES AUSGLEICHS

640. Gemäß § 304 Abs. 2 AktG ist als angemessener Ausgleich 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 (§ 304 Abs. 2 S. 1 AktG).
641. Die zukünftige 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 der jährlichen Ausgleichszahlung 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, aber diese Schwankungen über einen einheitlichen Durchschnittsbetrag glätten.
642. Der angemessene Ausgleich ergibt sich grundsätzlich durch Verrentung des Ertragswerts der WCM. Zur Bestimmung des Verrentungszinssatzes für den angemessenen Ausgleich ist die konkrete Ausgestaltung des (einzelnen) Vertrags, die Handlungsmöglichkeiten beider Vertragsparteien während seiner Laufzeit und die möglichen Verhältnisse nach einer Beendigung des Beherrschungsvertrags angemessen zu berücksichtigen. Der zwischen der TLG und der WCM geschlossene Beherrschungsvertrag ist auf unbestimmte Zeit geschlossen, so dass eine lange Laufzeit zu erwarten ist.
643. Während der Laufzeit des Beherrschungsvertrags bestehen für die Minderheitsaktionäre zwei wesentliche Risiken, die bei der Ermittlung des Verrentungszinssatzes zu berücksichtigen sind. Einerseits stellt die Ausgleichszahlung eine feste Zahlungsreihe dar, die den Zinszahlungen für Festzinsanleihen ähneln. Zudem ist die beherrschende Gesellschaft während der Laufzeit des Beherrschungsvertrags nach § 302 AktG zur Übernahme der handelsrechtlich entstehenden Verluste verpflichtet, sofern diese nicht durch andere Gewinnrücklagen ausgeglichen werden können. Sowohl für die Leistung der Ausgleichszahlung als auch für die Verlustübernahme tragen die Minderheitsaktionäre ein Ausfallrisiko im Falle der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners (d.h. der herrschenden Gesellschaft). Damit stellen grundsätzlich die Fremdkapitalkosten der TLG die Untergrenze des Verrentungszinssatzes für die Ermittlung des Ausgleichs dar.
644. Da eine Sicherungsklausel, bei der Minderheitsaktionäre bei Kündigung des Beherrschungsvertrags ihre WCM-Aktien zum Ertragswert der WCM zum Zeitpunkt des Abschlusses des Beherrschungsvertrags andienen können, nicht vereinbart wurde, tragen die Minderheitsaktionäre zudem das Risiko eines Vermögensentzugs im Rahmen der gesetzlichen Vorschriften zur Verlustübernahme. Aus diesem Grunde ist die Berücksichtigung einer zusätzlichen Risikoprämie zu den Fremdkapitalkosten notwendig.

645. In der Bewertungspraxis werden zur Ableitung des risikoäquivalenten Verrentungszinssatzes grundsätzlich zwei vereinfachende Verfahren angewandt. Hierbei wird der Verrentungszinssatz entweder als Mittelwert aus dem risikolosen Basiszinssatz und den verschuldeten Eigenkapitalkosten der beherrschten Gesellschaft ermittelt oder aus dem Mittelwert der Fremdkapitalkosten der herrschenden Gesellschaft und der verschuldeten Eigenkapitalkosten der beherrschten Gesellschaft.¹²³ Dabei birgt insbesondere die vereinfachende Mittelwertbildung aus risikolosem Basiszinssatz und den verschuldeten Eigenkapitalkosten das Risiko, dass der ermittelte Verrentungszinssatz noch unter den langfristigen Fremdkapitalkosten der herrschenden Gesellschaft liegt. Im Gegensatz hierzu wird dieses Risiko bei Verwendung des Mittelwerts aus den Fremdkapitalkosten und Eigenkapitalkosten ausgeschlossen. Ungeachtet dessen stellt die bloße Mittelwertbildung eine Vereinfachung dar.
646. Aus diesem Grund nehmen wir im Folgenden zunächst die Ermittlung des Verrentungszinssatzes anhand der vereinfachten Schätzung als Mittelwert der Fremdkapitalkosten und der Eigenkapitalkosten vor:

Ermittlung des Verrentungszinssatzes (vereinfachtes Verfahren)

	<u>Zinssatz p.a.</u>
Fremdkapitalkosten TLG	2,75%
Barwertäquivalente vers. Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	3,97%
Barwertäquivalente vers. Eigenkapitalkosten (vor pers. Steuern)	5,39%
Mittelwert (vor. pers. Steuern)	4,07%

647. Die Fremdkapitalkosten wurden anhand der Zinsstrukturkurve für unbesicherte Unternehmensanleihen des Immobiliensektors mit einem Fremdkapitalrating von BBB und einer Laufzeit von 25 bis 30 Jahren ermittelt. Ein Fremdkapitalrating von BBB entspricht dem Investmentgrade, welches nach Einschätzung des Vorstands der TLG ein angemessenes Rating für die TLG darstellt. Die laufzeit- und risikoäquivalenten Fremdkapitalkosten betragen rd. 2,75%.
648. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten der WCM vor persönlichen Steuern betragen barwertäquivalent 5,39%. Hieraus ergibt sich ein Mittelwert von 4,07%.
649. Vor dem Hintergrund der geplanten Integration der WCM in die TLG, welche insbesondere eine schnellere Nutzung der steuerlichen Verlustvorträge der WCM durch Verlagerung von Akquisitionen in die WCM vorsieht, ist das Risiko eines Vermögensentzugs vergleichsweise gering einzustufen. Auch wenn ein potenzielles Risiko des Vermögenswertentzugs besteht, steht diesem auch die Möglichkeit einer Vermögenswertsteigerung durch die Verlagerung der Akquisitionen in die WCM gegenüber.
650. Aus diesem Grund nehmen wir zudem eine Ableitung der beherrschungsvertragsspezifischen Risikoprämie über den Fremdkapitalkosten unter Berücksichtigung des individuellen Risikos des Vermögensentzugs unter dem beabsichtigten Beherrschungsvertrag zwischen der TLG und WCM vor. Hierzu werden Annahmen zur Laufzeit des Beherrschungsvertrags und der Höhe der

¹²³ Vgl. Popp, WPg 2008, S. 33 ff.

stillen Reserven, die von einem Risiko des Vermögensentzugs betroffen wären, und zur Höhe der bei Kündigung des Vertrags im Unternehmen verbleibenden stillen Reserven getroffen.¹²⁴

651. Analog zur Ableitung der Fremdkapitalkosten wird von einer Laufzeit des Beherrschungsvertrags von 25 bis 30 Jahren ausgegangen. Darüber hinaus stellen die wesentlichen Vermögenswerte die Immobilienobjekte dar, welche nach IFRS zum beizulegenden Zeitwert bewertet sind. Demgegenüber betragen die stillen Reserven, welche von einem Vermögenswertentzug betroffen wären, in Bezug auf den handelsrechtlichen Ausweis ca. 40% des IFRS Buchwerts.
652. Auf Basis dieser Annahmen erfolgt die Ableitung des Verrentungszinssatzes wie folgt:

Ermittlung des Verrentungszinssatzes (genaues Verfahren)

	<u>Zinssatz p.a.</u>
Fremdkapitalkosten TLG	2,75%
Beherrschungsvertragsspezifische Risikoprämie	0,57%
Angemessener Verrentungszinssatz (ungerundet)	3,32%
Angemessener Verrentungszinssatz (gerundet)	3,35%

653. Ausgehend von den Fremdkapitalkosten i.H.v. 2,75% und einer beherrschungsvertragsspezifischen Risikoprämie i.H.v. 0,57% ermittelt sich ein Verrentungszinssatz von 3,32% vor persönlichen Steuern. Der Ansatz unter Einbezug detaillierter Annahmen zum Risiko des Beherrschungsvertrags verdeutlicht, dass die Ermittlung des Verrentungszinssatzes als Mittelwert aus den laufzeitäquivalenten Fremdkapitalkosten und den verschuldeten Eigenkapitalkosten der WCM i.H.v. 4,07% im vorliegenden Fall nicht risikoäquivalent und daher nicht angemessen ist. Im Folgenden wird ein angemessener Verrentungszinssatz vor persönlichen Steuern i.H.v. gerundet 3,35% p.a. angesetzt.
654. Der angemessene Ausgleich basiert auf dem derzeit gültigen Körperschaftsteuersatz zuzüglich Solidaritätszuschlag. Der Bundesgerichtshof hat in seinem Beschluss vom 21. Juli 2003 (Az. II ZB 17/01, „Ytong“) entschieden, dass der Gewinnabführungs- bzw. der Beherrschungsvertrag den außenstehenden Aktionären als angemessenen Ausgleich den verteilungsfähigen durchschnittlichen (festen) Bruttogewinnanteil (vor Körperschaftsteuer) je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-) Körperschaftsteuer in Höhe des jeweils gültigen Steuertarifs zuzusichern ist.

¹²⁴ Zur genauen Vorgehensweise vgl. Frank/Muxfeld/Galle, Der Verrentungszinssatz zur Ermittlung des angemessenen Ausgleichs von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, Corporate Finance, Themenheft Unternehmensbewertung, 12/2016, S. 449 ff.

655. Die Ermittlung der angemessenen jährlichen Ausgleichszahlung ergibt sich aus nachfolgender Übersicht:

Ermittlung des angemessenen Ausgleichs

in EUR oder %	<u>Ausgleich</u>
Wert je Aktie zum 17. November 2017	3,40
Verrentungszinssatz (vor pers. Steuern)	3,35%
Nettoausgleichszahlung je Aktie	0,11
zuzüglich Körperschaftsteuer und SolZ	0,02
Bruttoausgleichszahlung je Aktie	0,13

656. Der rechnerische Ausgleich nach § 304 AktG beträgt damit EUR 0,11 je WCM-Aktie (Nettoausgleichszahlung je Aktie). Der zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses geltende Körperschaftsteuersatz inklusive Solidaritätszuschlag beträgt 15,825%; hieraus resultiert ein körperschaftsteuerlicher Abzugsbetrag von EUR 0,02 je Aktie. Bei unverändertem Körperschaftsteuersatz von 15,0% und Solidaritätszuschlag von 5,5% beträgt der angemessene Ausgleich EUR 0,13 je Aktie (Bruttoausgleichsbetrag je Aktie). Der Vorstand der TLG sowie der WCM haben den Ausgleich in der ermittelten Höhe festgelegt.

10. ZUSAMMENFASSUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER ABFINDUNG UND DES AUSGLEICHS

657. Die Vorstände der TLG und der WCM beabsichtigen am 6. Oktober 2017 einen Beherrschungsvertrag abzuschließen. Die beschlussfassenden Hauptversammlungen sollen am 17. bzw. 22. November 2017 erfolgen. Durch den Beherrschungsvertrag verpflichtet sich die TLG voraussichtlich die außenstehenden Aktien der WCM gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG in Form des Austausches von einer festgelegten Anzahl von WCM-Aktien für eine TLG Aktie zu erwerben. Zudem garantiert die TLG den außenstehenden Aktionären der WCM für die Dauer des Beherrschungsvertrags die Leistung eines angemessenen Ausgleichs gemäß §304 AktG. Sowohl das Austauschverhältnis als Grundlage der angemessenen Abfindung als auch der angemessene Ausgleich wurden von den Vorständen der TLG und WCM festgelegt.
658. Zur Beurteilung der Angemessenheit des von den Vorständen TLG und WCM festgelegten Austauschverhältnisses und der Garantiedividende, haben wir auftragsgemäß eine Ermittlung der Stand Alone-Werte des Eigenkapitals nach den Grundsätzen des IDW S 1 durchgeführt. Hierbei haben wir im Einklang mit der Rechtsprechung zur Ermittlung von angemessenen Abfindungen für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen eine Plausibilisierung der Unternehmensplanung, die Ableitung des objektivierten Unternehmenswerts auf Basis des Ertragswertverfahrens nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1 und vergleichenden Bewertungsverfahren, wie Börsenmultiplikatoren und dem Börsenkurs der jeweiligen Gesellschaft, vorgenommen.
659. Unter Berücksichtigung des Ertragswertverfahrens ergeben sich zum 17. November 2017 die folgenden Stand Alone-Werte des Eigenkapitals der TLG und der WCM sowie das folgende Austauschverhältnis:

Übersicht Wert je Aktie und Austauschverhältnis zum 17. November 2017

in EUR Mio. bzw. EUR je Aktie	Wert des Eigenkapitals		Wert je Aktie		Austauschverhältnis
	TLG	WCM	TLG	WCM	
Festlegung Vorstand	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1 : 5,75
Ertragswert IDW S 1 n. p. St. (MRP 6,0%)	1.926,9	465,7	20,37	3,40	1 : 5,99
Ertragswert IDW S 1 n. p. St. (MRP 5,5%)	2.355,2	552,4	24,89	4,04	1 : 6,16

VALUETRUST

660. Das von den Vorständen der TLG und WCM festgelegte Austauschverhältnis beträgt 5,75 WCM-Aktien für eine TLG-Aktie. Dieses Austauschverhältnis liegt unterhalb des anhand einer Markt-
risikoprämie von 6,0% ermittelten Austauschverhältnisses auf Basis der Ertragswerte nach IDW
S 1 zum 17. November 2017. Vor diesem Hintergrund ist das von den Vorständen der TLG und
WCM festgelegte Austauschverhältnis von 5,75 WCM-Aktien für eine TLG-Aktie angemessen.
661. Die von den Vorständen der TLG und WCM festgelegte Nettoausgleichszahlung beträgt
EUR 0,11 je Aktie. Sie entspricht dem von uns auf Basis des Ertragswerts nach persönlichen
Steuern mit einer MRP von 6,0% und einem risikoadäquaten Verrentungszinssatz ermittelten
Ausgleich und ist daher angemessen. Der angemessene Ausgleich gemäß § 304 AktG beträgt je
WCM-Aktie EUR 0,11 (netto) bzw. EUR 0,13 (brutto).

München, den 4. Oktober 2017



Prof. Dr. Christian Aders

Vorstandsvorsitzender
ValueTrust Financial Advisors SE



Thomas Kühl
Steuerberater

Managing Director
ValueTrust Financial Advisors SE

Anlagen

1. Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen

Für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme wurden von der TLG IMMOBILIEN AG u.a. die folgenden wesentlichen Unterlagen zur Verfügung gestellt:

- Integrierte Planungsrechnung der Geschäftsjahre 2017 bis 2021 der TLG IMMOBILIEN AG, verabschiedet vom Vorstand der TLG IMMOBILIEN AG am 26. September 2017.
- Detaillierte Teilplanungen für die Mieterlöse, Instandhaltungen, Investitionen, Personalplanung und den Darlehensbestand inklusive Finanzierungsbedingungen bzw. Auszüge der wesentlichen Kennzahlen der aktualisierten Bestandsplanung.
- Bericht über die Prüfung des Konzernabschlusses für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 des TLG-Konzerns der Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.
- Geschäfts- und Quartalsberichte der Jahre 2013 bis Q2 2017 der TLG IMMOBILIEN AG.
- Risikojahresbericht der TLG IMMOBILIEN AG für das Jahr 2016.
- Steuererklärungen und -bescheide der TLG IMMOBILIEN AG für das Geschäftsjahr 2015 sowie ein internes Memo zu den steuerlichen Verlustvorträgen.
- Protokolle der Vorstandssitzungen für die letzten drei Jahre.
- Bewertungsgutachten für die von der TLG IMMOBILIEN AG gehaltenen Immobilien und Objekte.
- Aktuelles Organigramm des TLG-Konzerns.
- Aktuelle Satzung der TLG IMMOBILIEN AG.
- Entwürfe des Gemeinsamen Berichts des Vorstands der TLG und WCM über den Beherrschungsvertrag.
- Entwürfe des Beherrschungsvertrags der TLG und WCM.
- Historische Plan/Ist-Vergleiche und dazugehörige Controlling-Berichte.
- Protokolle der Vorstandssitzungen für den Zeitraum 2015 bis 2017.

Für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme wurden von der WCM AG u.a. die folgenden wesentlichen Unterlagen zur Verfügung gestellt:

- Integrierte Planungsrechnung der Geschäftsjahre 2017 bis 2021 der WCM AG, verabschiedet vom Vorstand der WCM AG am 28. September 2017 inklusive der erweiterten Planung für die Geschäftsjahre 2022 bis 2026.
- Objektbezogene Teilplanungen für die Mieterlöse, Instandhaltungen, Investitionen und Finanzierungskonditionen.
- Bericht über die Prüfung des Konzernabschlusses für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-AG der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.
- Geschäftsberichte der Jahre 2014 bis Q2 2017 der WCM AG.
- Quartalsberichte an den Vorstand aus dem Risikomanagement und Monatsbericht vom 31. Dezember 2016 und 30. Juni 2017.
- Unternehmenspräsentationen der WCM AG.
- Wertpapierprospekte der Barkapitalerhöhung im Juni 2015 und der Sachkapitalerhöhung im Juni 2016.
- Steuererklärungen und -bescheide der WCM AG für das Geschäftsjahr 2015.
- Übersichtsdatei über bestehende Minderheitsbeteiligungen und entsprechende Ausgleichsansprüche.
- Protokolle der Vorstandssitzungen für die letzten drei Jahre.
- Bewertungsgutachten für die von der WCM AG gehaltenen Immobilien zum 31. Dezember 2016 und 30. Juni 2017.
- Aktuelles Organigramm der WCM AG.
- Aktuelle Satzung der WCM AG.
- Beschreibungen zu den Unterschieden zwischen der im November 2016 verabschiedeten Planung und der Planungsaktualisierung aus dem September 2017.
- Business Combination Agreement zwischen der TLG und WMC mit Datum vom 10. Mai 2017.
- Fairness Opinion von J.P. Morgan Limited im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot der TLG vom 16. August 2017.
- Bericht über die Bestätigung der steuerlichen Verlustvorträge von HANSA PARTNER Rommel & Meyer Steuerberater Rechtsanwälte, Hamburg.

- Einschätzung zur Werthaltigkeit der Ansprüche aus dem Rechtsbehelfsverfahren „Grund-erwerbsteuerrückerstattung“ von Pöllath + Partners vom 10. Mai 2017.
- Planung zur betriebsnotwendigen Liquidität für das Jahr 2017
- Summen Saldenlisten: 12.2014, 06.2015, 12.2015, 06.2016, 12.2016, 06.2017
- Übersicht zu bestehenden Darlehensverträgen
- Vorstands- und Aufsichtsratsbeschlüsse der Jahre 2015 bis 2017

2. Ansprechpartner

Im Rahmen unserer Tätigkeiten standen uns folgende Personen als Ansprechpartner seitens der TLG zur Verfügung:

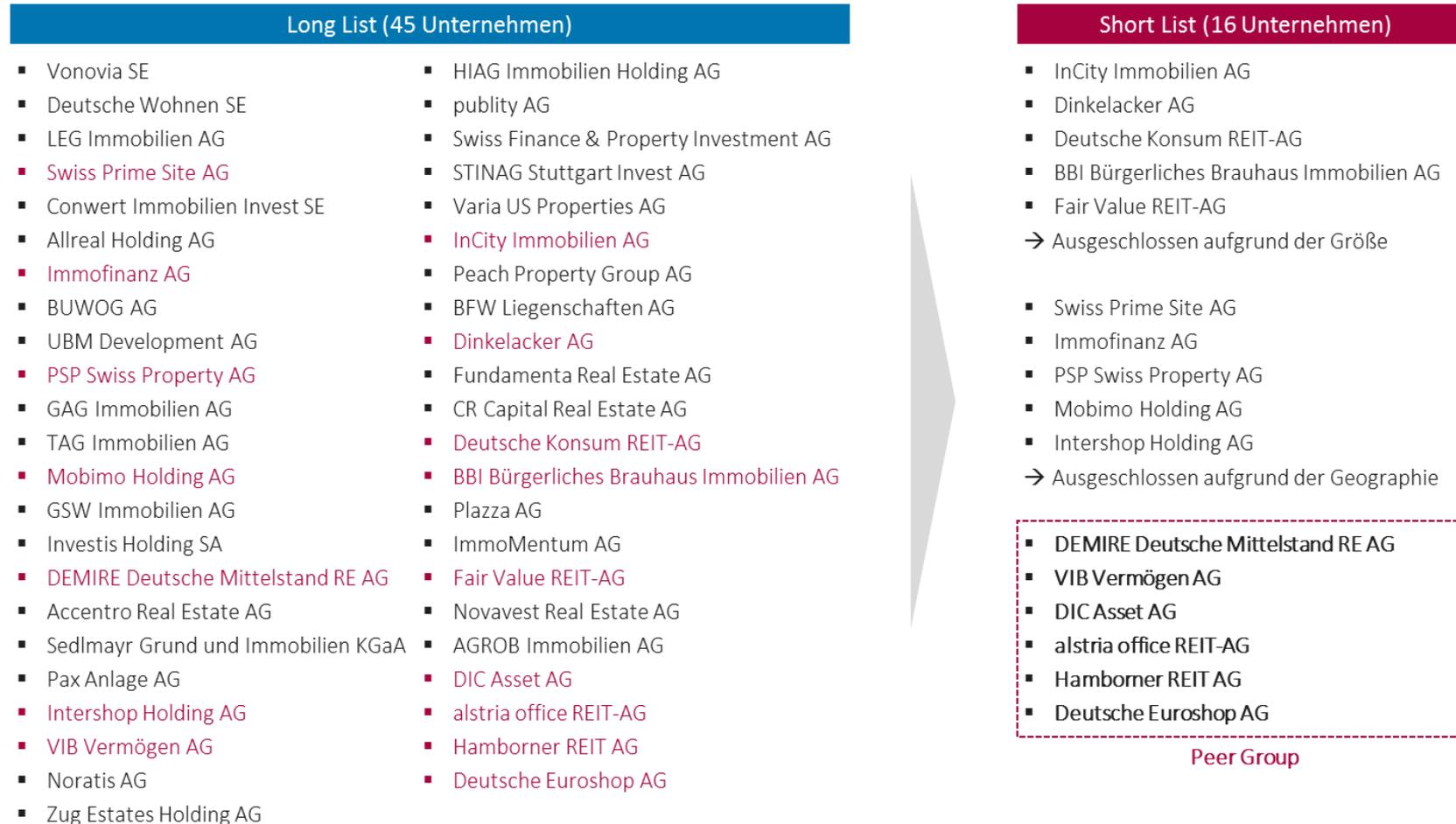
- Peter Finkbeiner, Mitglied des Vorstands, TLG IMMOBILIEN AG
- Benjamin Mertens, Leiter Controlling, TLG IMMOBILIEN AG
- Astrid Stolze, Unternehmenscontrolling, TLG IMMOBILIEN AG

Seitens der WCM standen uns im Wesentlichen folgende Ansprechpartner zur Verfügung:

- Ralf Struckmeyer, CFO, Mitglied des Vorstandes, WCM
- Jan-Philipp Ansorg, Portfolio Manager, WCM
- Fabian Müller, Analyst, WCM

3. Grundgesamtheit der Peer Group

Im Rahmen der Peer Group-Auswahl ergab sich nach einem ersten Screening eine Grundgesamtheit von 45 Unternehmen, die wir nach detaillierter Analyse der Unternehmen und unter Berücksichtigung der Selektionskriterien auf die in Kapitel 3.3 dargestellte Gruppe von sechs Peer Group-Unternehmen eingegrenzt haben:



4. Gutachterliche Anpassungen TLG

Im Rahmen unserer Bewertungstätigkeit haben wir diverse Anpassungen an der originären von der Gesellschaft verabschiedeten Planungsrechnung vorgenommen:

- Aus dem Finanzergebnis wurden die positiven Bewertungseffekte aus Finanzinstrumenten und dem Immobilienportfolio eliminiert, da diese bereits in der Aufsatzbilanz erfasst wurden.
- Umstellung der vorgesehenen Dividenden auf phasengleiche Ausschüttung mit der Folge eines hieraus resultierenden Finanzbedarfs der durch einen Kontokorrentkredit gedeckt wird. Hierdurch wurde der auf den Kontokorrentkredit entfallende Zinsaufwand zusätzlich im Finanzergebnis erfasst.
- Die Gesellschaft plant eine geringfügige Verzinsung der liquiden Mittel, von der wir in unserer bewertungsrelevanten Planungsrechnung abstrahieren.
- In den Steuern vom Einkommen und vom Ertrag wurden nur die liquiditätswirksamen Steuern für die Bewertung berücksichtigt und die geplanten latenten Steuern eliminiert.
- Des Weiteren wurde eine eigenständige Planung der liquiditätswirksamen Steuern vom Einkommen und vom Ertrag zur Berücksichtigung der bestehenden steuerlichen Verlustvorträge vorgenommen.
- Auf Basis der Informationen der Gesellschaft wurde ein operativer Mindestkassenbestand von anfänglich ca. EUR 25 Mio. angesetzt.

Gewinn- und Verlustrechnung - Anpassungen

in EUR Mio.	Verabschiedete Planung					Anpassungen					Angepasste Planung				
	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021
Mieterlöse	158,0	173,6	191,4	214,7	249,2	-	-	-	-	-	158,0	173,6	191,4	214,7	249,2
Wachstum (in %)	9,4%	9,8%	10,3%	12,2%	16,1%						9,4%	9,8%	10,3%	12,2%	16,1%
Nicht-umlagefähige Betriebskosten	7,8	5,9	6,3	7,6	8,2	-	-	-	-	-	7,8	5,9	6,3	7,6	8,2
Instandhaltungen	7,3	8,2	9,6	11,4	13,0	-	-	-	-	-	7,3	8,2	9,6	11,4	13,0
Sonstiges	4,2	4,3	4,4	6,0	4,3	-	-	-	-	-	4,2	4,3	4,4	6,0	4,3
Ergebnis aus der Vermietung	138,7	155,2	171,1	189,6	223,7	-	-	-	-	-	138,7	155,2	171,1	189,6	223,7
Marge (in %)	87,8%	89,4%	89,4%	88,4%	89,8%						87,8%	89,4%	89,4%	88,4%	89,8%
Personalaufwand	11,7	12,2	13,2	14,0	14,8	-	-	-	-	-	11,7	12,2	13,2	14,0	14,8
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	1,0	1,0	1,1	1,1	-	-	-	-	-	1,4	1,0	1,0	1,1	1,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	12,1	8,7	9,6	8,7	9,1	-	-	-	-	-	12,1	8,7	9,6	8,7	9,1
EBITDA	116,3	135,2	149,2	168,1	200,9	-	-	-	-	-	116,3	135,2	149,2	168,1	200,9
Marge (in %)	73,6%	77,9%	78,0%	78,3%	80,6%						73,6%	77,9%	78,0%	78,3%	80,6%
Abschreibungen	0,4	1,0	1,0	1,0	1,0	-	-	-	-	-	0,4	1,0	1,0	1,0	1,0
EBIT	115,9	134,2	148,3	167,1	199,9	-	-	-	-	-	115,9	134,2	148,3	167,1	199,9
Marge (in %)	73,4%	77,3%	77,5%	77,8%	80,2%						73,4%	77,3%	77,5%	77,8%	80,2%
Finanzergebnis	-32,6	-23,1	-26,4	-31,4	-37,7	-6,7	-1,2	-1,4	-1,6	-1,8	-39,3	-24,3	-27,8	-33,0	-39,5
davon Bewertungseffekte Finanzinstr.						-6,1	-	-	-	-					
davon Zinsen Kontokorrent						-0,6	-1,2	-1,3	-1,6	-1,8					
davon Zinsen liquide Mittel						-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0					
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	83,3	111,1	121,8	135,7	162,2	-6,7	-1,2	-1,4	-1,6	-1,8	76,6	109,9	120,5	134,0	160,4
Außerordentliches Ergebnis	72,3	-	-	-	-	-70,1	-	-	-	-	2,2	-	-	-	-
Ergebnis vor Ertragsteuern	155,6	111,1	121,8	135,7	162,2	-76,8	-1,2	-1,4	-1,6	-1,8	78,8	109,9	120,5	134,0	160,4
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	43,8	25,4	28,3	34,2	44,7	-41,5	-19,4	-22,4	-26,3	-31,5	2,3	6,0	5,9	7,9	13,2
davon Eliminierung lat. Steuern						-39,4	-17,7	-20,4	-23,5	-27,0					
davon Anpassung liquiditätsw. Steuern						-2,1	-1,7	-2,0	-2,8	-4,5					
Effektive Steuerrate (in %)	28,2%	22,8%	23,2%	25,2%	27,5%						2,9%	5,4%	4,9%	5,9%	8,2%
Jahresüberschuss	111,8	85,8	93,5	101,5	117,5	-35,2	18,2	21,0	24,7	29,7	76,5	103,9	114,5	126,1	147,2
Marge (in %)	70,7%	49,4%	48,9%	47,3%	47,2%						48,4%	59,9%	59,8%	58,8%	59,1%

5. Gutachterliche Anpassungen WCM

Zusammenfassend haben wir die folgenden inhaltlichen bzw. bewertungstechnischen Anpassungen an der von der WCM bereitgestellten verabschiedeten Gewinn- und Verlustrechnung vorgenommen.

- Geplante Aufwertungen des Immobilienportfolios wurden bereits in der Aufsatzbilanz erfasst, da diese nicht zahlungswirksam sind.
- Nicht zahlungswirksame Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Aktienoptionsprogramm wurden nicht berücksichtigt.
- Der aufgrund eines Finanzierungsbedarfs in den Jahren 2017 bis 2018 erfasste Kontokorrentkredit bedingt eine marginale Erhöhung der geplanten Finanzierungsaufwendungen.
- In den Steuern vom Einkommen und vom Ertrag wurden nur die liquiditätswirksamen Steuern für die Bewertung berücksichtigt und die geplanten latenten Steuern eliminiert.
- In der Steuerplanung wurden steuerliche Abschreibungen auf Instandhaltungsinvestitionen und Mieterausbauten berücksichtigt, so dass die Steuern vom Einkommen und Ertrag insgesamt niedriger ausfallen als von der Gesellschaft geplant.
- Zur Fortschreibung des Bestands von Betriebsvorrichtungen wurden bestandserhaltende Investitionen berücksichtigt.
- Auf Basis der Informationen der Gesellschaft wurde ein operativer Mindestkassenbestand von anfänglich ca. EUR 5 Mio. angesetzt.

Gewinn- und Verlustrechnung - Anpassungen

in EUR Mio.	Verabschiedete Planung					Anpassungen					Planung				
	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021
Mieterlöse	46,1	55,8	56,0	58,8	58,7	-	-	-	-	-	46,1	55,8	56,0	58,8	58,7
Wachstum (in %)	41,3%	21,1%	0,3%	5,1%	-0,2%	-	-	-	-	-	41,3%	21,1%	0,3%	5,1%	-0,2%
Nicht-umlagefähige Betriebskosten	1,5	2,0	2,1	2,1	2,1	-	-	-	-	-	1,5	2,0	2,1	2,1	2,1
Instandhaltungen	1,2	1,7	1,7	1,8	1,8	-	-	-	-	-	1,2	1,7	1,7	1,8	1,8
Sonstiges	2,0	2,9	3,3	2,0	2,5	-	-	-	-	-	2,0	2,9	3,3	2,0	2,5
Ergebnis aus der Vermietung	41,3	49,2	48,9	53,0	52,3	-	-	-	-	-	41,3	49,2	48,9	53,0	52,3
Marge (in %)	89,7%	88,2%	87,3%	90,0%	89,1%	-	-	-	-	-	89,7%	88,2%	87,3%	90,0%	89,1%
Personalaufwand	3,7	3,7	3,8	3,9	3,9	-	-	-	-	-	3,7	3,7	3,8	3,9	3,9
Sonstige betriebliche Erträge	23,3	4,2	-	-	-	-23,3	-4,2	-	-	-	-	-	-	-	-
davon Bewertungseffekte	23,3	4,2	-	-	-	-23,3	-4,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Sonstige betriebliche Aufwendungen	24,1	6,1	4,0	4,1	4,1	-1,6	-	-	-	-	22,5	6,1	4,0	4,1	4,1
EBITDA	36,8	43,5	41,1	45,0	44,3	-21,6	-4,2	-	-	-	15,2	39,4	41,1	45,0	44,3
Marge (in %)	79,9%	78,1%	73,4%	76,6%	75,4%	-	-	-	-	-	33,0%	70,6%	73,4%	76,6%	75,4%
Abschreibungen	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	-	-	-	-	-	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
EBIT	36,6	43,3	40,8	44,8	44,0	-21,6	-4,2	-	-	-	14,9	39,1	40,8	44,8	44,0
Marge (in %)	79,4%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	32,4%	70,2%	72,9%	76,1%	75,0%
Finanzergebnis	-9,9	-11,8	-11,6	-11,1	-11,0	-	-0,0	-0,0	-	-	-9,9	-11,8	-11,6	-11,1	-11,0
davon Zinsen Kontokorrent	-	0,0	0,0	-	-	-	-0,0	-0,0	-	-	-	-	-	-	-
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	26,7	31,5	29,2	33,7	33,1	-21,6	-4,2	-0,0	-	-	5,0	27,4	29,1	33,7	33,1
Außerordentliches Ergebnis	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,1	-	-	-	-
Ergebnis vor Ertragsteuern	26,8	31,5	29,2	33,7	33,1	-21,6	-4,2	-0,0	-	-	5,2	27,4	29,1	33,7	33,1
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	6,6	-2,0	0,6	0,8	0,8	-6,3	2,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7
Effektive Steuerrate (in %)	24,5%	-6,3%	2,0%	2,5%	2,4%	-	-	-	-	-	5,3%	1,6%	1,8%	2,2%	2,1%
davon zahlungswirksame Steuern	-0,3	0,5	0,6	0,8	0,8	0,6	-0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7
davon aktive latente Steuern	0,7	3,8	-	-	-	-0,7	-3,8	-	-	-	-	-	-	-	-
davon passive latente Steuern	-7,6	-1,3	-	-	-	7,6	1,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Jahresüberschuss	20,2	33,5	28,6	32,9	32,3	-15,3	-6,6	0,1	0,1	0,1	4,9	26,9	28,6	33,0	32,4
Marge (in %)	43,9%	60,1%	51,0%	55,9%	54,9%	-	-	-	-	-	10,6%	48,3%	51,2%	56,0%	55,1%

Gewinn- und Verlustrechnung - Anpassungen

in EUR Mio.	Erweiterte Planung					Anpassungen					Erweiterte Planung VT				
	2022	2023	2024	2025	2026	2022	2023	2024	2025	2026	2022	2023	2024	2025	2026
Mieterlöse	59,0	59,7	58,2	59,2	61,3	-	-	-	-	-	59,0	59,7	58,2	59,2	61,3
Wachstum (in %)	0,6%	1,1%	-2,4%	1,7%	3,5%	-	-	-	-	-	0,6%	1,1%	-2,4%	1,7%	3,5%
Nicht-umlagefähige Betriebskosten	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	-	-	-	-	-	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2
Instandhaltungen	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	-	-	-	-	-	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9
Sonstiges	2,5	2,9	3,6	3,1	2,9	-	-	-	-	-	2,5	2,9	3,6	3,1	2,9
Ergebnis aus der Vermietung	52,6	52,8	50,6	52,0	54,2	-	-	-	-	-	52,6	52,8	50,6	52,0	54,2
Marge (in %)	89,1%	88,5%	86,9%	87,9%	88,5%	-	-	-	-	-	89,1%	88,5%	86,9%	87,9%	88,5%
Personalaufwand	4,0	4,0	4,1	4,2	4,2	-	-	-	-	-	4,0	4,0	4,1	4,2	4,2
Sonstige betriebliche Erträge	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	-	-	-	-	-	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4
EBITDA	44,4	44,5	42,2	43,5	45,7	-	-	-	-	-	44,4	44,5	42,2	43,5	45,7
Marge (in %)	75,2%	74,6%	72,5%	73,4%	74,6%	-	-	-	-	-	75,2%	74,6%	72,5%	73,4%	74,6%
Abschreibungen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	-	-	-	-	-	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
EBIT	44,2	44,2	41,9	43,2	45,3	-	-	-	-	-	44,2	44,2	41,9	43,2	45,3
Marge (in %)	74,8%	74,1%	72,0%	73,0%	73,9%	-	-	-	-	-	74,8%	74,1%	72,0%	73,0%	73,9%
Finanzergebnis	-11,4	-12,0	-11,2	-11,3	-10,8	-	-	-	-	-	-11,4	-12,0	-11,2	-11,3	-10,8
davon Zinsen Kontokorrent	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	32,7	32,2	30,7	31,9	34,4	-	-	-	-	-	32,7	32,2	30,7	31,9	34,4
Ergebnis vor Ertragsteuern	32,7	32,2	30,7	31,9	34,4	-	-	-	-	-	32,7	32,2	30,7	31,9	34,4
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	0,8	0,8	0,6	0,7	0,9	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,7	0,6	0,5	0,6	0,7
Effektive Steuerrate (in %)	2,5%	2,4%	2,1%	2,3%	2,6%	-	-	-	-	-	2,1%	2,0%	1,6%	1,8%	2,0%
Jahresüberschuss	31,9	31,4	30,1	31,1	33,6	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	32,0	31,6	30,2	31,3	33,7
Marge (in %)	43,9%	60,1%	51,0%	55,9%	54,9%	-	-	-	-	-	54,3%	52,9%	51,9%	52,9%	55,1%

6. Kapitalflussrechnung TLG

in EUR Mio.	Planung					Konvergenz					TV	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	76,6	109,9	120,5	134,0	160,4	168,4	169,1	166,5	169,9	172,3	174,1	175,8
- Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-2,3	-6,0	-5,9	-7,9	-13,2	-14,1	-13,1	-11,6	-12,1	-15,4	-27,5	-27,7
+/- Außerordentliches Ergebnis	2,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Abschreibungen	0,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
-/(+) Veränderungen der Vorräte	0,1	-	-	-	-	-0,4	-0,3	-0,3	0,0	0,0	-0,0	-0,0
-/(+) Veränderungen der Ford. und sonst. Vermögenswerten	-0,3	-	-	-	-	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
-/(+) Veränderungen des sonst. Umlaufvermögens	1,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,0	-0,0
+/- Veränderungen der Provisionen	-0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,2	2,2
+/- Veränderungen der unverzinslichen Verbindlichkeiten	-13,1	-	-	-	-	5,4	5,0	4,8	-0,2	-0,4	0,5	0,5
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	65,0	104,9	115,5	127,1	148,2	159,9	161,4	160,2	158,4	157,5	150,1	151,6
(+)/- (Investitionen) / Desinvestitionen in Anlagevermögen	-82,9	-352,1	-424,5	-479,4	-523,9	-295,0	-173,1	-112,5	-51,1	-51,7	-49,4	-49,9
(+)/- (Investitionen) / Desinvestitionen in Finanzanlagen	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,1	-0,1
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-84,7	-352,1	-424,5	-479,4	-523,9	-295,0	-173,1	-112,5	-51,1	-51,7	-49,5	-49,9
+/- Einzahlungen aus Kapitalerhöhung	-	137,2	154,2	172,3	192,5	100,0	50,0	25,0	-	-	-	-
+/- Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten	-17,4	181,0	234,8	270,2	286,5	130,0	55,8	19,9	-31,5	-	21,8	22,1
- Dividendenausschüttung	-60,7	-68,6	-77,2	-86,5	-97,8	-91,1	-92,0	-91,4	-75,1	-105,4	-122,0	-123,2
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-78,1	249,6	311,8	356,0	381,2	138,9	13,8	-46,5	-106,6	-105,4	-100,1	-101,1
Veränderungen der liquiden Mittel	-97,7	2,5	2,8	3,7	5,5	3,8	2,1	1,2	0,7	0,5	0,5	0,5

7. Kapitalflussrechnung WCM

in EUR Mio.	Planung										Konv.	TV	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027		
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	5,0	27,4	29,1	33,7	33,1	32,7	32,2	30,7	31,9	34,4	33,9	34,2	
- Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,3	-0,4	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,6	-0,7	-2,0	-2,0	
+ /(-) Außerordentliches Ergebnis	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
+ Abschreibungen	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	
- /(+) Veränderungen der Ford. und sonst. Vermögenswerten	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,0	-0,0	
- /(+) Veränderungen der Wertpapiere	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
- /(+) Veränderungen des sonst. Umlaufvermögens	-3,9	2,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,2	-0,2	
+ /(-) Veränderungen der Provisionen	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2	
+ /(-) Veränderungen der unverzinslichen Verbindlichkeiten	4,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2	
+ /(-) Veränderungen der sonst. Verbindlichkeiten	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	5,5	29,4	28,9	33,2	32,6	32,3	31,8	30,5	31,6	34,2	32,4	32,8	
(+) /- (Investitionen) / Desinvestitionen in Anlagevermögen	-126,2	-170,9	-16,9	-6,1	-6,6	-10,4	-7,1	-11,4	-6,4	-9,4	-11,0	-11,1	
(+) /- (Investitionen) / Desinvestitionen in Finanzanlagen	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,1	-0,1	
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-126,2	-170,9	-16,9	-6,1	-6,6	-10,4	-7,1	-11,4	-6,4	-9,4	-11,2	-11,3	
+ /(-) Einzahlungen aus Kapitalerhöhung	-	70,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
+ /(-) Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten	117,7	72,4	-10,9	-13,9	-14,0	-13,9	-13,7	-13,8	-13,8	-13,9	4,4	4,5	
- Dividendenausschüttung	-	-	-1,1	-12,9	-12,0	-8,0	-11,0	-5,5	-11,3	-10,7	-25,6	-25,9	
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	117,7	142,5	-12,0	-26,8	-26,0	-21,9	-24,7	-19,3	-25,1	-24,6	-21,2	-21,4	
Veränderungen der liquiden Mittel	-3,0	1,1	0,0	0,3	-0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	

8. Definition wesentlicher Kennzahlen

Anlagenintensität _t =	$\frac{\text{Sachanlagevermögen}_t}{\text{Bilanzsumme}_t}$
CAPEX-Umsatz-Quote _t =	$\frac{\text{CAPEX}_t}{\text{Umsatzerlöse}_t}$
EK-Quote (zu Buchwerten) _t =	$\frac{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_t}{\text{Bilanzsumme}_t}$
FK-Quote (zu Marktwerten) _t =	$\frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Unternehmensgesamtwert}_t}$
Eigenkapitalrendite _t =	$\frac{\text{Jahresüberschuss}_t}{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_{t-1}}$
Gesamtkapitalrendite _t =	$\frac{\text{NOPLAT}_t}{\text{Buchwert des Gesamtkapitals}_{t-1}}$
Return on Invested Capital (ROIC) _t =	$\frac{\text{NOPLAT}_t}{\text{Invested Capital (IC)}_{t-1}}$
Vermögensumschlag _t =	$\frac{\text{Umsatzerlöse}_t}{\text{Bilanzsumme}_{t-1}}$
Verschuldungsgrad (Bw.) _t =	$\frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_t}$
Verschuldungsgrad (Mw.) _t =	$\frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Wert des Eigenkapitals}_t}$
Net Loan-to-Value-Quote =	$\frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten} - \text{liquide Mittel}}{\text{Wert des Immobilienportfolio}}$
FFO-Marge =	$\frac{\text{Funds from Operations}}{\text{Mieterlöse}}$