

VERTRAGSBERICHT

Gemeinsamer Bericht

des Vorstands der

Deutsche Wohnen SE, Berlin,

und

des Vorstands der

Vonovia SE, Bochum,

gemäß

§ 293a Aktiengesetz

über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

zwischen

der Vonovia SE und der Deutsche Wohnen SE

vom

15. Dezember 2024

INHALTSVERZEICHNIS

A.	Einleitung	1
B.	Die Vertragsparteien	2
I.	Deutsche Wohnen und die Deutsche Wohnen-Gruppe	2
	1. Überblick.....	2
	2. Unternehmensgeschichte und Geschäftsentwicklung.....	2
	3. Rechtsform, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand	2
	4. Kapital, Aktionäre und Börsenhandel	3
	5. Vorstand und Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen	8
	6. Struktur der Deutsche Wohnen-Gruppe	9
	7. Geschäftstätigkeit der Deutsche Wohnen-Gruppe	10
	8. Geschäftliche Entwicklung, Ergebnissituation und Vermögenslage der Deutsche Wohnen-Gruppe	10
	9. Mitarbeiter.....	12
II.	Vonovia und die Vonovia-Gruppe	12
	1. Überblick.....	12
	2. Unternehmensgeschichte und Geschäftsentwicklung.....	13
	3. Rechtsform, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand	13
	4. Grundkapital, Aktionäre und Börsenhandel.....	14
	5. Vorstand und Aufsichtsrat von Vonovia.....	20
	6. Struktur der Vonovia-Gruppe	21
	7. Geschäftstätigkeit der Vonovia-Gruppe	21
	8. Geschäftliche Entwicklung, Ergebnissituation und Vermögenslage der Vonovia-Gruppe (einschließlich der Deutsche Wohnen-Gruppe)	22
	9. Mitarbeiter.....	24
C.	Gründe für den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags	24
I.	Wirtschaftliche und rechtliche Gründe	24
	1. Ziel der Stärkung und der Integration der Deutsche Wohnen- Gruppe und der Vonovia-Gruppe	24
	2. Grenzen und Beschränkungen der Zusammenarbeit im derzeitigen faktischen Konzernverhältnis	25

3.	Grenzen und Beschränkungen der Zusammenarbeit auch unter dem derzeitigen Konzernkoordinationsvertrag (<i>Relationship Agreement</i>)	26
4.	Schaffung eines Vertragskonzerns durch Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags	27
5.	Zusammenfassendes Ergebnis	29
II.	Steuerliche Gründe	29
III.	Alternativen zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags	31
1.	Abschluss eines isolierten Beherrschungs- bzw. eines isolierten Gewinnabführungsvertrags	31
2.	Ausschluss der Minderheitsaktionäre (Squeeze-out).....	31
3.	Eingliederung oder Verschmelzung	32
4.	Formwechsel	32
5.	Zusammenfassende Ergebnisse.....	33
D.	Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag	33
I.	Erläuterungen des Vertragsinhalts.....	33
1.	Leitung (§ 1 des Vertrags).....	33
2.	Gewinnabführung (§ 2 des Vertrags)	34
3.	Verlustübernahme (§ 3 des Vertrags)	36
4.	Ausgleichszahlung (§ 4 des Vertrags).....	37
5.	Abfindung (§ 5 des Vertrags).....	41
6.	Wirksamwerden und Dauer (§ 6 des Vertrags)	45
7.	Schlussbestimmungen (§ 7 des Vertrags).....	48
II.	Abfindungsaktien der Vonovia und banktechnische Abwicklung der Abfindung sowie der Ausgleichszahlung	49
III.	Rechtliche Auswirkungen auf die Vonovia- und die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre.....	50
1.	Gesellschaftsrechtliche Auswirkungen	50
2.	Schutz der Vonovia- und der außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre.....	52
IV.	Steuerliche Auswirkungen auf die Vonovia- und die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre.....	55
1.	Vorbemerkung	55
2.	Besteuerung von Ausgleichszahlungen bei den Aktionären	56

3.	Besteuerung von Abfindungsleistungen bei den Deutsche Wohnen-Aktionären	57
V.	Steuerliche Auswirkungen auf Vonovia und Deutsche Wohnen.....	59
VI.	Kosten des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags.....	60
E.	Art und Höhe des Ausgleichs und der Abfindung nach §§ 304, 305 AktG	60
I.	Überblick	60
II.	Ermittlung und Festlegung der angemessenen Abfindung nach § 305 AktG	63
1.	Börsenkursrelationen	63
2.	Unternehmensbewertung von Vonovia und Deutsche Wohnen nach dem Ertragswertverfahren	64
3.	Gesamtbeurteilung	65
III.	Ermittlung und Festlegung der Höhe der angemessenen Ausgleichszahlung nach § 304 AktG	65
F.	Vertragsprüfung.....	65

ANLAGENVERZEICHNIS

- Anlage 1** Liste sämtlicher Vonovia-Konzerngesellschaften
- Anlage 2** Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Vonovia SE und der Deutsche Wohnen SE
- Anlage 3** Gutachtliche Stellungnahme der RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart, vom 14. Dezember 2024 über die Ermittlung der Unternehmenswerte der Vonovia SE, Bochum und der Deutsche Wohnen SE, Berlin, des Umtauschverhältnisses und der Ausgleichszahlung zum 23. Januar 2025
- Anlage 4** Beschluss des Landgerichts Berlin II vom 2. Oktober 2024 über die Bestellung der I-ADVISE AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft zum sachverständigen Prüfer (Vertragsprüfer) i.S.v. § 293b Absatz 1 AktG

Der Vorstand der Vonovia SE (**Vonovia**, zusammen mit den von Vonovia i.S.v. § 17 Aktiengesetz (**AktG**) abhängigen Unternehmen, aber ohne die Deutsche Wohnen-Gruppe, die **Vonovia-Gruppe**) und der Vorstand der Deutsche Wohnen SE (**Deutsche Wohnen**, zusammen mit den von Deutsche Wohnen i.S.v. § 17 AktG abhängigen Unternehmen die **Deutsche Wohnen-Gruppe**) erstatten gemäß § 293a AktG gemeinsam den folgenden Bericht (**Vertragsbericht**) über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (**BGAV** oder **Vertrag**) zwischen Vonovia als herrschendem Unternehmen und Deutsche Wohnen als beherrschtem Unternehmen (zusammen die **Vertragsparteien**). Auf die Vonovia und die Deutsche Wohnen finden die Bestimmungen der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 (**SE-VO**) über das Statut der Europäischen Gesellschaft und des SE-Ausführungsgesetzes (**SEAG**) sowie, über die Verweisungsregelungen der SE-VO, insbesondere Art. 9 Absatz 1 lit. c oder die Verweisungsregeln des anwendbaren Kollisionsrechts, die Vorschriften des deutschen Rechts, Anwendung. Insbesondere die §§ 291 bis 310 AktG über Unternehmensverträge sind auf die Vonovia sowie die Deutsche Wohnen anwendbar.

A. Einleitung

Vonovia hält im Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts 347.728.483 auf den Inhaber lautende Stückaktien der Deutsche Wohnen (nachfolgend die **Deutsche Wohnen-Aktien**). Dies entspricht einer Beteiligungsquote von rund 86,87 % am in 400.296.988 Aktien eingeteilten Grundkapital von Deutsche Wohnen.

Zwischen Vonovia und Deutsche Wohnen besteht seit dem 31. März 2022 ein Konzernkoordinationsvertrag (**Relationship Agreement**), der die strategische Kooperation zwischen Deutsche Wohnen und der Vonovia-Gruppe regelt. Am 18. September 2024 gaben Vonovia und Deutsche Wohnen jeweils per Ad hoc-Mitteilung bekannt, dass sie übereingekommen seien, Gespräche über den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags aufzunehmen und die entsprechenden Vorbereitungsmaßnahmen zu treffen.

Auf gemeinsamen Antrag des Vorstands von Vonovia und des Vorstands von Deutsche Wohnen hat das Landgericht Berlin II durch Beschluss vom 2. Oktober 2024 die I-ADVISE AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft als sachverständige gemeinsame Prüferin (**Vertragsprüfer** oder **I-ADVISE**) zur Prüfung des BGAV ausgewählt und bestellt.

Der Vertrag, der Gegenstand des vorliegenden gemeinsamen Vertragsberichts ist, wurde am 15. Dezember 2024 abgeschlossen. Der Vorstand der Vonovia und der Vorstand der Deutsche Wohnen haben am 14. Dezember 2024, vor der Unterzeichnung des Vertrags, beschlossen, den Vertrag abzuschließen. Der Aufsichtsrat der Vonovia und der Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen stimmten vor der Unterzeichnung des Vertrags dessen Abschluss zu und beschlossen vor der Unterzeichnung des Vertrags in den jeweiligen Sitzungen am 14. Dezember 2024, den Aktionären der Vonovia (**Vonovia-Aktionäre**) bzw. den Aktionären der Deutsche Wohnen (**Deutsche Wohnen-Aktionäre**) die Zustimmung zum Vertrag zu empfehlen. Bei der Beschlussfassung lagen dem Aufsichtsrat der Vonovia und dem Aufsichtsrat von Deutsche Wohnen vor:

- (i) der finale Entwurf des Vertrags,
- (ii) der finale Entwurf dieses Vertragsberichts, sowie
- (iii) die unterzeichnete Fassung der gutachtlichen Stellungnahme der RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart (**Bewertungsgutachter** oder **Ebner Stolz**) (**Gutachtliche Stellungnahme**).

Darüber hinaus hat der Vertragsprüfer in den Sitzungen bestätigt, dass die Festlegung der Ausgleichszahlung und Abfindung im Vertrag in dem am 15. Dezember 2024 auszufertigenden Bericht über die Vertragsprüfung (**Prüfungsbericht**) als angemessen bestätigt wird.

Durch den Vertrag unterstellt die Deutsche Wohnen die Leitung ihrer Gesellschaft der Vonovia und verpflichtet sich, den ganzen Gewinn an Vonovia abzuführen. Vonovia verpflichtet sich, einen bei Deutsche Wohnen entstehenden Jahresfehlbetrag auszugleichen sowie eine angemessene Ausgleichszahlung oder eine angemessene Abfindung an die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre zu leisten. Der Vertrag bedarf gemäß § 293 Absatz 1 AktG der Zustimmung der Hauptversammlung der Deutsche Wohnen sowie entsprechend § 293 Absatz 2 AktG der Zustimmung der Hauptversammlung der Vonovia. Der Zustimmungsbeschluss der Hauptversammlung der Deutsche Wohnen soll am 23. Januar 2025 gefasst werden. Der Zustimmungsbeschluss der Hauptversammlung der Vonovia soll am 24. Januar 2025 gefasst werden. Der Vertrag wird gemäß § 294 Absatz 2 AktG mit Eintragung in das Handelsregister am Sitz von Deutsche Wohnen wirksam.

B. Die Vertragsparteien

I. Deutsche Wohnen und die Deutsche Wohnen-Gruppe

1. Überblick

Die Deutsche Wohnen ist ein börsennotiertes Unternehmen mit Sitz in Berlin. Die Deutsche Wohnen ist Obergesellschaft der Deutsche Wohnen-Gruppe. Die Deutsche Wohnen-Gruppe gliedert ihr Geschäft in die Geschäftssegmente Rental (für Wohnungsbewirtschaftung), Value-add (für wohnungsnaher Dienstleistungen), Recurring Sales (für Verkauf) sowie Development (für Neubau und Pflege).

2. Unternehmensgeschichte und Geschäftsentwicklung

Die heutige Deutsche Wohnen wurde im Jahr 1996 als Kera Beteiligungs AG gegründet, die zunächst nicht selbst operativ tätig war. Im Jahr 1998 erfolgte die Umfirmierung der Gesellschaft in „Deutsche Wohnen AG“ sowie die Aufnahme der operativen Geschäftstätigkeit als Tochtergesellschaft im Konzern der Deutsche Bank Aktiengesellschaft. Im Jahr 2017 folgte die Umwandlung der Deutsche Wohnen von einer Aktiengesellschaft in die Rechtsform der Europäischen Aktiengesellschaft (*Societas Europaea*).

3. Rechtsform, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand

Deutsche Wohnen ist eine nach deutschem Recht gegründete Europäische Aktiengesellschaft (*Societas Europaea*) mit Sitz in Berlin, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg unter HRB 190322 B. Die Geschäftsanschrift von Deutsche Wohnen lautet: Mecklenburgische Straße 57, 14197 Berlin, Deutschland. Das Geschäftsjahr von Deutsche Wohnen entspricht dem Kalenderjahr.

Der satzungsmäßige Unternehmensgegenstand der Gesellschaft lautet (§ 2 der Satzung der Deutsche Wohnen):

„(1) Gegenstand des Unternehmens sind der Erwerb, die Verwaltung, Vermietung und Bewirtschaftung sowie der Verkauf von Wohnimmobilien, Pflegeeinrichtungen und sonstiger Immobilien. Es können Immobilien errichtet, modernisiert und instandgesetzt werden sowie Dienstleistungen erbracht und Kooperationen aller Art vorgenommen werden.

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

(3) Die Gesellschaft übt keine Tätigkeiten aus, aufgrund derer sie als Investmentvermögen im Sinne des Kapitalanlagegesetzbuches qualifiziert werden würde. Insbesondere wurde die Gesellschaft nicht mit dem Hauptzweck gegründet, ihren Aktionären durch Veräußerung ihrer Tochterunternehmen oder verbundenen Unternehmen eine Rendite zu verschaffen.“

4. Kapital, Aktionäre und Börsenhandel

4.1 Grundkapital

Das Grundkapital von Deutsche Wohnen beträgt EUR 400.296.988,00 und ist eingeteilt in 400.296.988 auf den Inhaber lautende Stückaktien ohne Nennbetrag mit einem rechnerisch anteiligen Betrag am Grundkapital in Höhe von EUR 1,00 je Deutsche Wohnen-Aktie. Die Deutsche Wohnen-Aktien sind Stammaktien. Daneben gibt es keine weiteren Aktiengattungen.

4.2 Genehmigtes Kapital 2023

Die Hauptversammlung der Deutsche Wohnen hat am 15. Juni 2023 beschlossen, den Vorstand von Deutsche Wohnen zu ermächtigen, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der Deutsche Wohnen in der Zeit bis zum 14. Juni 2028 um bis zu EUR 120.000.000,00 einmalig oder mehrmals durch Ausgabe von bis zu 120.000.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen zu erhöhen (§ 5 Absatz 1 der Satzung der Deutsche Wohnen, ***Genehmigtes Kapital 2023***).

Der Vorstand ist nur berechtigt, das Genehmigte Kapital 2023 in Höhe von maximal 30 % des Grundkapitals im Zeitpunkt des Wirksamwerdens oder – falls dieser Wert geringer ist – im Zeitpunkt der Ausübung dieser Ermächtigung auszunutzen (§ 5 Absatz 2 der Satzung der Deutsche Wohnen). Auf diese Höchstgrenze von 30 % des Grundkapitals sind diejenigen Aktien anzurechnen, die zur Bedienung von Schuldverschreibungen mit Wandlungs- oder Optionsrechten bzw. mit Wandlungs- oder Optionspflichten aus einem bedingten Kapital ausgegeben wurden oder auszugeben sind, sofern diese Schuldverschreibungen während der Laufzeit dieser Ermächtigung ausgegeben wurden. Die gemäß den vorstehenden Sätzen dieses Absatzes verminderte Höchstgrenze wird mit Wirksamwerden einer nach der Verminderung von der Hauptversammlung beschlossenen neuen Ermächtigung gem.

§ 202 oder § 221 AktG (in Verbindung mit einem bedingten Kapital gem. § 192 AktG) wieder erhöht, soweit die neue Ermächtigung reicht, höchstens aber bis zu 30 % des Grundkapitals nach den Vorgaben von Satz 1 dieses Absatzes.

Grundsätzlich sind die neuen Aktien den Aktionären zum Bezug anzubieten. Die neuen Aktien können auch von einem oder mehreren durch den Vorstand bestimmten Kreditinstitut(en) oder einem oder mehreren nach § 53 Absatz 1 Satz 1 oder § 53b Absatz 1 Satz 1 oder Absatz 7 des Gesetzes über das Kreditwesen (**KWG**) tätigen Unternehmen mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den Aktionären der Gesellschaft zum Bezug anzubieten (mittelbares Bezugsrecht).

Der Vorstand ist jedoch ermächtigt, das Bezugsrecht der Aktionäre mit Zustimmung des Aufsichtsrats für eine oder mehrere Kapitalerhöhungen im Rahmen des genehmigten Kapitals auszuschließen (§ 5 Absatz 4 der Satzung der Deutsche Wohnen),

um Spitzenbeträge vom Bezugsrecht auszunehmen;

soweit es erforderlich ist, um Inhabern bzw. Gläubigern von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente) (**Schuldverschreibungen**), die mit Wandlungs- oder Optionsrechten bzw. Wandlungs- oder Optionspflichten ausgestattet sind und die von der Gesellschaft oder von der Gesellschaft abhängiger oder im unmittelbaren oder mittelbaren Mehrheitsbesitz der Gesellschaft stehender Gesellschaften ausgegeben wurden oder noch werden, ein Bezugsrecht auf neue, auf den Inhaber lautende Stückaktien der Gesellschaft in dem Umfang zu gewähren, wie es ihnen nach Ausübung der Options- oder Wandlungsrechte bzw. nach Erfüllung von Wandlungs- oder Optionspflichten als Aktionär zustünde;

zur Ausgabe von Aktien gegen Bareinlagen, wenn der Ausgabebetrag der neuen Aktien den Börsenpreis der bereits börsennotierten Aktien gleicher Gattung und Ausstattung nicht wesentlich im Sinne der §§ 203 Absatz 1 und Absatz 2, 186 Absatz 3 Satz 4 AktG unterschreitet und der auf die unter Ausschluss des Bezugsrechts entsprechend § 186 Absatz 3 Satz 4 AktG ausgegebenen neuen Aktien entfallende anteilige Betrag des Grundkapitals insgesamt 10 % des Grundkapitals nicht überschreitet, und zwar weder im Zeitpunkt des Wirksamwerdens noch – falls dieser Wert geringer ist – im Zeitpunkt der Ausübung dieser Ermächtigung. Auf diese Höchstgrenze von 10 % des Grundkapitals sind Aktien der Gesellschaft anzurechnen, (i) die während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre gemäß oder entsprechend § 186 Absatz 3 Satz 4 AktG ausgegeben oder veräußert werden und (ii) die zur Bedienung von Schuldverschreibungen mit Wandlungs- oder Optionsrechten bzw. mit Wandlungs- oder Optionspflichten ausgegeben werden oder auszugeben sind, sofern diese Schuldverschreibungen in entsprechender Anwendung des § 186 Absatz 3 Satz 4 AktG während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts ausgegeben wurden. Die gemäß den vorstehenden Sätzen dieses Absatzes verminderte Höchstgrenze wird mit Wirksamwerden einer nach der Verminderung von der Hauptversammlung beschlossenen neuen Ermächtigung zum Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre entsprechend § 186 Absatz 3 Satz 4 AktG wieder erhöht, soweit die neue Ermächtigung reicht, höchstens aber bis zu 10 % des Grundkapitals nach den Vorgaben von Satz 1 dieses Absatzes;

zur Ausgabe von Aktien gegen Sacheinlagen, insbesondere – aber ohne Beschränkung hierauf – zum Zwecke des (auch mittelbaren) Erwerbs von Unternehmen, Unternehmensteilen,

Beteiligungen an Unternehmen und sonstigen mit einem Akquisitionsvorhaben in Zusammenhang stehenden Vermögensgegenständen (einschließlich Forderungen), Immobilien und Immobilienportfolios, oder zur Bedienung von Schuldverschreibungen im Sinne von § 5 Absatz 4 (ii), die gegen Sacheinlage begeben werden; und

zur Durchführung einer Aktiendividende, in deren Rahmen Aktien der Gesellschaft (auch teilweise und/oder wahlweise) gegen Einlage von Dividendenansprüchen der Aktionäre ausgegeben werden (*Scrip Dividend*).

Die in den vorstehenden Absätzen enthaltenen Ermächtigungen zum Bezugsrechtsausschluss bei Kapitalerhöhungen gegen Bar- und/oder Sacheinlagen sind insgesamt auf einen Betrag, der 10 % des Grundkapitals nicht überschreitet, und zwar weder im Zeitpunkt des Wirksamwerdens dieser Ermächtigung noch – falls dieser Wert geringer ist – im Zeitpunkt der Ausnutzung dieser Ermächtigung, beschränkt. Auf die vorgenannte 10 %-Grenze sind Aktien der Gesellschaft anzurechnen, (i) die während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts aus anderen Ermächtigungen ausgegeben werden und (ii) die zur Bedienung von Schuldverschreibungen ausgegeben werden oder auszugeben sind, sofern die Schuldverschreibungen während der Laufzeit dieser Ermächtigung ihrerseits unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre ausgegeben wurden. Die gemäß den vorstehenden Sätzen dieses Absatzes verminderte Höchstgrenze wird mit Wirksamwerden einer nach der Verminderung von der Hauptversammlung beschlossenen neuen Ermächtigung zum Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre wieder erhöht, soweit die neue Ermächtigung reicht, höchstens aber bis zu 10 % des Grundkapitals nach den Vorgaben von Satz 1 dieses Absatzes (§ 5 Absatz 5 der Satzung der Deutsche Wohnen).

Die auf Grundlage des Genehmigten Kapitals 2023 geschaffenen neuen Aktien nehmen vom Beginn des Geschäftsjahrs an, in dem sie entstehen, und für alle nachfolgenden Geschäftsjahre am Gewinn teil; abweichend hiervon kann der Vorstand, sofern rechtlich zulässig, mit Zustimmung des Aufsichtsrats festlegen, dass die neuen Aktien vom Beginn des Geschäftsjahrs an, für das im Zeitpunkt der Kapitalerhöhung noch kein Beschluss der Hauptversammlung über die Verwendung des Bilanzgewinns gefasst worden ist, am Gewinn teilnehmen (§ 5 Absatz 6 der Satzung der Deutsche Wohnen).

Der Vorstand ist ferner ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats den weiteren Inhalt der Rechte und die Bedingungen der Ausgabe der Aktien festzulegen (§ 5 Absatz 7 der Satzung der Deutsche Wohnen).

Der Aufsichtsrat ist gemäß § 5 Absatz 8 der Satzung der Deutsche Wohnen ermächtigt, die Fassung von § 4 Absatz 1 und § 5 der Satzung entsprechend der jeweiligen Ausnutzung des Genehmigten Kapitals 2023 sowie nach Ablauf der Ermächtigungsfrist zu ändern.

4.3 Bedingtes Kapital 2023

Die Hauptversammlung der Deutsche Wohnen hat am 15. Juni 2023 beschlossen, das Grundkapital der Deutsche Wohnen um bis zu EUR 120.000.000,00 durch Ausgabe von bis zu 120.000.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit Gewinnberechtigung bedingt zu erhöhen (§ 6 Absatz 2 der Satzung der Deutsche Wohnen, **Bedingtes Kapital 2023**).

Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur insoweit durchgeführt, wie die Inhaber bzw. Gläubiger von Schuldverschreibungen, die von der Deutsche Wohnen oder abhängigen oder im unmittelbaren oder mittelbaren Mehrheitsbesitz der Deutsche Wohnen stehenden Gesellschaften aufgrund der von der Hauptversammlung der Deutsche Wohnen vom 15. Juni 2023

unter Tagesordnungspunkt 16 beschlossenen Ermächtigung ausgegeben bzw. garantiert werden, von ihren Wandlungs- oder Optionsrechten Gebrauch machen bzw. Wandlungs- oder Optionspflichten aus solchen Schuldverschreibungen erfüllen oder soweit die Gesellschaft anstelle der Zahlung des fälligen Geldbetrags Aktien der Gesellschaft gewährt und soweit die Wandlungs- oder Optionsrechte bzw. Wandlungs- oder Optionspflichten nicht durch eigene Aktien, durch Aktien aus genehmigtem Kapital oder durch andere Leistungen bedient werden.

Die Ausgabe der neuen Aktien erfolgt zu dem nach Maßgabe des vorstehend genannten Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung jeweils festzulegenden Wandlungs- oder Optionspreis.

Die neuen Aktien nehmen von dem Beginn des Geschäftsjahrs, in dem sie durch Ausübung von Wandlungs- oder Optionsrechten, durch die Erfüllung von Wandlungs- oder Optionspflichten oder durch Gewährung anstelle der Zahlung des fälligen Geldbetrags entstehen, und für alle nachfolgenden Geschäftsjahre am Gewinn teil; abweichend hiervon kann der Vorstand, sofern rechtlich zulässig, mit Zustimmung des Aufsichtsrats festlegen, dass die neuen Aktien vom Beginn des Geschäftsjahrs an, für das im Zeitpunkt der Ausübung von Wandlungs- oder Optionsrechten, der Erfüllung von Wandlungs- oder Optionspflichten oder der Gewährung anstelle des fälligen Geldbetrags noch kein Beschluss der Hauptversammlung über die Verwendung des Bilanzgewinns gefasst worden ist, am Gewinn teilnehmen.

Der Vorstand ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung festzusetzen.

Der Aufsichtsrat ist ermächtigt, § 4 Absatz 1 und § 6 Absatz 2 der Satzung entsprechend der jeweiligen Inanspruchnahme des bedingten Kapitals und nach Ablauf sämtlicher Options- und Wandlungsfristen zu ändern.

Bis zum Datum dieses Vertragsberichts wurden keine Schuldverschreibungen begeben, zu deren Bedienung das Bedingte Kapital 2023 geschaffen wurde. Dementsprechend wurden bis zum Datum dieses Vertragsberichts auch keine Aktien unter dem Bedingten Kapital 2023 ausgegeben.

4.4 Bedingtes Kapital 2014/II

Die Hauptversammlung der Deutsche Wohnen hat am 11. Juni 2014 ursprünglich beschlossen, das Grundkapital der Deutsche Wohnen um bis zu EUR 15.000.000,00 durch Ausgabe von bis zu 15.000.000 neuen, auf den Namen lautenden Stückaktien bedingt zu erhöhen (§ 6b Absatz 1 der Satzung der Deutsche Wohnen, **Bedingtes Kapital 2014/II**).

Die bedingte Kapitalerhöhung dient der Gewährung einer Abfindung in Aktien der Deutsche Wohnen an die außenstehenden Aktionäre der GSW Immobilien AG gemäß den Bestimmungen des Beherrschungsvertrags zwischen der Deutsche Wohnen und der GSW Immobilien AG vom 30. April 2014 zu dem in § 5 Absatz 1 des Beherrschungsvertrags bestimmten bzw. einem gemäß § 5 Absatz 4 des Beherrschungsvertrags angepassten Umtauschverhältnis. Soweit nach Maßgabe von § 5 Absatz 2 des Beherrschungsvertrags erforderlich, wird die Deutsche Wohnen Aktienteilrechte in bar ausgleichen.

Für den Fall, dass außenstehende Aktionäre der GSW Immobilien AG ihre GSW-Aktien vor Bezug einer Dividende und/oder Leistung aufgrund der Garantiedividende auf ihre GSW-Aktien für das Geschäftsjahr 2014 bzw. für nachfolgende Geschäftsjahre in Aktien

der Gesellschaft tauschen, so werden ihnen – soweit rechtlich und tatsächlich möglich – jeweils Aktien der Deutsche Wohnen gewährt, die von der Begründung des letzten abgelauenen Geschäftsjahrs vor ihrer Entstehung am Gewinn teilnehmen. Für den Fall, dass außenstehende Aktionäre der GSW Immobilien AG ihre GSW-Aktien nach Bezug einer Dividende und/oder Leistung aufgrund der Garantiedividende auf ihre GSW-Aktien für das Geschäftsjahr 2014 bzw. für nachfolgende Geschäftsjahre in Aktien der Deutsche Wohnen tauschen oder soweit eine Gewährung von Aktien mit einer Gewinnberechtigung entsprechend dem vorangegangenen Satz rechtlich oder tatsächlich nicht möglich ist, so werden ihnen jeweils Aktien der Gesellschaft gewährt, die von dem Beginn des Geschäftsjahrs an, in dem sie entstehen, am Gewinn teilnehmen.

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

Bis zum Datum dieses Vertragsberichts wurden unter dem Bedingten Kapital 2014/II 9.280.652 neue Aktien ausgegeben. Das Grundkapital der Deutsche Wohnen ist daher zum Datum dieses Vertragsberichts mit Blick auf das Bedingte Kapital 2014/II nur noch um bis zu EUR 5.719.348,00 durch Ausgabe von bis zu 5.719.348 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien erhöht.

4.5 Eigene Aktien

Der Vorstand der Deutsche Wohnen ist durch Beschluss der Hauptversammlung vom 15. Juni 2023 gemäß § 71 Absatz 1 Nr. 8 AktG bis zum 14. Juni 2028 ermächtigt, unter Wahrung des Gleichbehandlungsgrundsatzes (Artikel 9 Absatz 1 lit. c) (i) SE-VO in Verbindung mit § 53a AktG) eigene Aktien bis zu insgesamt 10 % des zum Zeitpunkt der Beschlussfassung oder – falls dieser Wert geringer ist – des zum Zeitpunkt der Ausübung der Ermächtigung bestehenden Grundkapitals der Deutsche Wohnen entsprechend den erteilten Maßgaben zu erwerben und zu verwenden. Die aufgrund dieser Ermächtigung erworbenen Aktien dürfen zusammen mit anderen Aktien der Gesellschaft, die diese bereits erworben hat und noch besitzt oder ihr nach §§ 71a ff. AktG zuzurechnen sind, zu keinem Zeitpunkt 10 % des jeweiligen Grundkapitals der Deutsche Wohnen übersteigen.

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts hält Deutsche Wohnen 3.362.003 eigene Aktien.

4.6 Aktionäre

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts hält Vonovia 347.728.483 Deutsche Wohnen-Aktien. Dies entspricht einer Beteiligungsquote von rund 86,87 % am in 400.296.988 Aktien eingeteilten Grundkapital von Deutsche Wohnen.

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts hält Deutsche Wohnen 3.362.003 eigene Aktien, was rund 0,84 % des Grundkapitals der Deutsche Wohnen entspricht. Die restlichen 49.206.502 Deutsche Wohnen-Aktien bzw. rund 12,29 % des Grundkapitals der Deutsche Wohnen befinden sich im Streubesitz.

Damit halten folgende Aktionäre, auf Basis der der Deutsche Wohnen bis zum 14. Dezember 2024 zugegangenen Stimmrechtsmitteilungen gemäß § 33 Wertpapierhandelsgesetz

(**WpHG**), Aktien an der Deutsche Wohnen mit einem Anteil von mindestens 3 % am Grundkapital der Deutsche Wohnen:

Aktionär	Stimmrechtsanteile in %
Vonovia	86,87

Am 30. September 2024 hat Vonovia mit einer Gesellschaft, in der von Apollo beratene langfristige Investoren investiert sind, (**Apollo**) eine Investmentvereinbarung über den mittelbaren Erwerb von Deutsche Wohnen-Aktien durch Apollo abgeschlossen. Hiernach wird Apollo unmittelbar vor Eintragung des BGAV mittelbar 10,2 % der derzeit Vonovia zustehenden Deutsche Wohnen-Aktien erwerben und die Stimmrechte aus diesen Deutsche Wohnen-Aktien ausüben können.

4.7 Börsenhandel

Die Deutsche Wohnen-Aktien sind unter der ISIN DE000A0HN5C6 bzw. WKN A0HN5C zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse (*General Standard*) zugelassen. Darüber hinaus können die Deutsche Wohnen-Aktien insbesondere über das elektronische Handelssystem (*Exchange Electronic Trading System*) der Deutsche Börse AG, Frankfurt am Main, Deutschland (**XETRA**), gehandelt werden. Weiterhin werden die Deutsche Wohnen-Aktien im Freiverkehr an den Regionalbörsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie über Tradegate Exchange gehandelt. Die Deutsche Wohnen-Aktien sind in den Börsenindex SDAX einbezogen.

5. Vorstand und Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen

Die Deutsche Wohnen ist gemäß § 7 der Satzung im dualistischen System mit einem Aufsichtsrat und einem Leitungsorgan verfasst.

5.1 Vorstand

Der Vorstand von Deutsche Wohnen besteht gemäß § 8 Absatz 1 Satz 2 der Satzung der Deutsche Wohnen aus mindestens zwei Mitgliedern. Die Zahl der Mitglieder des Vorstands wird durch den Aufsichtsrat festgelegt (§ 8 Absatz 2 Satz 1 der Satzung).

Dem Vorstand von Deutsche Wohnen gehören zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts an:

- Lars Urbansky (Mitglied des Vorstands seit 1. Oktober 2019, Vorsitzender des Vorstands (CEO) seit 27. Juli 2023);
- Eva Weiß (Chief Development Officer (CDO) seit 1. September 2023); und
- Olaf Weber (Chief Financial Officer (CFO) seit 1. Januar 2022).

Gemäß § 8 Absatz 3 Satz 1 der Satzung der Deutsche Wohnen wird die Gesellschaft durch zwei Vorstandsmitglieder oder durch ein Mitglied des Vorstands zusammen mit einem Prokuristen vertreten. Der Aufsichtsrat kann gemäß § 8 Absatz 3 Satz 2 der Satzung der Deutsche Wohnen bestimmen, dass alle oder einzelne Vorstandsmitglieder allein zur Vertretung der Gesellschaft befugt sind. Gemäß § 8 Absatz 3 Satz 3 der Satzung der Deutsche Wohnen kann der Aufsichtsrat auch alle oder einzelne Vorstandsmitglieder sowie gemeinsam mit einem Vorstandsmitglied berechnete Prokuristen generell oder für den Einzelfall von dem Verbot der Mehrfachvertretung gemäß § 181 Alt. 2 Bürgerliches Gesetzbuch

(**BGB**) befreien. Der Aufsichtsrat hat allen Vorstandsmitgliedern die Befugnis erteilt, im Namen der Gesellschaft mit sich als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte abzuschließen (§ 181 Alt. 2 BGB).

5.2 Aufsichtsrat

Gemäß 10 Absatz 1 Satz 3 der Satzung der Deutsche Wohnen besteht der Aufsichtsrat von Deutsche Wohnen aus sechs Mitgliedern. Diese sind zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts:

- Dr. Fabian Heß, Vorsitzender des Aufsichtsrats;
- Dr. Florian Stetter, stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats;
- Peter Hohlbein;
- Christoph Schauerte;
- Simone Schumacher; und
- Catrin Coners.

Die Deutsche Wohnen unterliegt keinen mitbestimmungsrechtlichen Regelungen. Dem Aufsichtsrat gehören daher nur Vertreter der Anteilseigner an.

6. Struktur der Deutsche Wohnen-Gruppe

Die Deutsche Wohnen ist die Führungsholding der Deutsche Wohnen-Gruppe und übt in strategischer und steuernder Hinsicht die Leitungsfunktion innerhalb der Deutsche Wohnen-Gruppe aus. Die Deutsche Wohnen wird von einem Vorstand geleitet, der die Geschäfte eigenverantwortlich führt und die strategische Ausrichtung des Konzerns bestimmt. Die Umsetzung erfolgt in enger Abstimmung mit dem Aufsichtsrat, der vom Vorstand regelmäßig über den Geschäftsverlauf, die Strategie sowie über potenzielle Chancen und Risiken informiert wird. Der Aufsichtsrat überwacht die Tätigkeiten des Vorstands.

Die Deutsche Wohnen nimmt im Konzern die Funktion einer Managementholding wahr. In dieser Rolle ist sie für die Festlegung und Verfolgung der Gesamtstrategie und die Umsetzung in unternehmerische Ziele verantwortlich. Sie übernimmt für die Gruppe übergeordnete Bewirtschaftungs-, Finanzierungs-, Dienstleistungs- und Koordinationsaufgaben. Zudem verantwortet sie das Führungs-, Steuerungs- und Kontrollsystem sowie das Risikomanagement der Gruppe. Ferner ist die Verantwortung für Nachhaltigkeitsfragen in der Deutsche Wohnen zentral angesiedelt; sie koordiniert sie für die gesamte Deutsche Wohnen-Gruppe.

Zur Wahrnehmung der Managementfunktionen bedient sich Deutsche Wohnen sowohl eigener Servicegesellschaften als auch externer Dienstleister, vornehmlich solcher von Vonovia, mit der umfangreiche Geschäftsbesorgungsverträge gemäß Drittvergleichsgrundsätzen, insbesondere für die kaufmännischen und operativen Unterstützungsfunktionen, abgeschlossen wurden. Durch die Bündelung von Unternehmensfunktionen auf einer einheitlichen Bewirtschaftungs- und Developmentplattform mit Vonovia erzielt die Deutsche Wohnen-Gruppe Harmonisierungs-, Standardisierungs- und Skaleneffekte und erspart somit den Konzerngesellschaften das Unterhalten eigener Funktionen.

Die Steuerung des operativen Geschäfts orientiert sich an den strategischen Ansätzen des Unternehmens und erfolgt über die Segmente Rental, Value-add, Recurring Sales und Development.

Die Deutsche Wohnen-Gruppe umfasste zum 31. Dezember 2023 insgesamt 155 Gesellschaften (Deutsche Wohnen als Muttergesellschaft und 154 direkte und indirekte Tochtergesellschaften). Eine Liste sämtlicher Deutsche Wohnen-Unternehmen ist in der diesem Vertragsbericht beigefügten **Anlage 1** enthalten (vgl. dort S. 8 bis S. 10).

7. Geschäftstätigkeit der Deutsche Wohnen-Gruppe

Die Deutsche Wohnen ist eines der führenden Immobilienunternehmen in Deutschland und ist spezialisiert auf die Bewirtschaftung und Entwicklung von Wohnimmobilien. Der Hauptfokus des Unternehmens liegt auf dem Erwerb, der Verwaltung und der Optimierung von Wohnbeständen, insbesondere in wirtschaftlich starken Metropolregionen wie Berlin, Frankfurt und Leipzig. Dabei verfolgt die Deutsche Wohnen das Ziel, nachhaltigen Wert für Investoren zu schaffen und gleichzeitig einen Beitrag zur Lösung der Herausforderungen auf dem Wohnungsmarkt zu leisten.

Ein zentrales Element der Strategie ist die Modernisierung und Instandhaltung des Bestands, um den Mietern zeitgemäßen Wohnraum zu bieten und die langfristige Ertragskraft zu sichern. Im Vergleich zu anderen Immobilienunternehmen zeichnet sich Deutsche Wohnen durch ihre starke Präsenz in Märkten mit hoher Nachfrage und steigenden Mietpreisen aus. Neben der Wohnungsbewirtschaftung engagiert sich das Unternehmen auch zunehmend in den Bereichen nachhaltiges Bauen und soziale Verantwortung. Durch ihre strategische Ausrichtung auf begehrte urbane Lagen und die kontinuierliche Optimierung des Portfolios ist die Deutsche Wohnen ein wichtiger Akteur auf dem deutschen Wohnungsmarkt.

8. Geschäftliche Entwicklung, Ergebnissituation und Vermögenslage der Deutsche Wohnen-Gruppe

8.1 Finanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2021, 2022 und 2023

Die Konzernabschlüsse wurden in Übereinstimmung mit den International Financial Reporting Standards (**IFRS**), wie sie vom International Accounting Standards Board verlautbart wurden und in der Europäischen Union anzuwenden sind, und den zusätzlichen Anforderungen des § 315e Absatz 1 HGB erstellt.

Die nachstehend ausgewählten Finanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 sind den geprüften und gebilligten Konzernabschlüssen der Deutsche Wohnen für die am 31. Dezember 2021, 2022 und 2023 endenden Geschäftsjahre entnommen. Soweit nicht anders angegeben, sind diese Werte kaufmännisch gerundet.

in Mio. EUR, sofern nicht anders angegeben	2021	2022	2023
Umsatzerlöse aus der Immobilienbewirtschaftung	1.502,0	1.268,3	1.313,8
Ergebnis aus der Veräußerung von Immobilien	127,5	3,5	0,8
Ergebnis aus der Veräußerung von Immobilienvorräten	9,0	10,5	14,8
Adjusted EBITDA (fortgeführte Geschäftsbereiche)*	726,8	628,5	634,8
Ergebnis vor Steuern (EBT) (fortgeführte Geschäftsbereiche)*	1.776,4	600,2	-3.419,3
Periodenergebnis	919,0	-32,8	-2.761,1

in Mio. EUR, sofern nicht anders angegeben	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>
Cashflow aus der betrieblichen Tätigkeit	607,3	364,9	384,8
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-688,5	5,2	291,3
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	174,6	-862,5	-658,9
Bilanzsumme	33.232,2	31.530,8	27.186,0
Eigenkapital	17.203,4	16.775,1	13.998,2
Eigenkapitalquote (%)	51,8	53,2	51,5
Schulden	16.028,8	14.755,7	13.187,8
Mitarbeiter (zum Geschäftsjahresende)	5.103	1.144	796

* Geschäftszahlen 2021 wie berichtet, Vorjahreswerte 2022 vergleichbar gemäß aktueller Kennzahlen- und Segmentdefinition 2023

8.2 Geschäftliche Entwicklung und Ertragslage im Geschäftsjahr 2023

Das Geschäftsjahr 2023 war gekennzeichnet durch schwierige Rahmenbedingungen im Wohnimmobiliensektor. Einerseits führte unveränderte Wohnungsknappheit zu einem Anstieg der Mieten, andererseits konnte die gesamtwirtschaftliche Angebotslücke durch den zurückhaltenden Neubau nicht weiter geschlossen werden. Der Transaktionsmarkt wies im Jahr 2023 ein vergleichsweise geringes Volumen auf. Die Inflation, insbesondere die starken Baukostensteigerungen, sowie das gestiegene Zinsniveau übten einen negativen Einfluss auf die Ertragslage aus.

Die wesentliche Steuerungskennzahl auf Segmentebene, das Adjusted EBITDA (fortgeführte Geschäftsbereiche), wurde im Geschäftsjahr 2023 um 1,0 % von EUR 628,5 Mio. auf EUR 634,8 Mio. gesteigert. Die Steigerung basiert auf der Erhöhung des Adjusted EBITDA Rental, das von EUR 600,1 Mio. um 6,3 % auf EUR 638,1 Mio. erhöht wurde. Die anderen Geschäftssegmente erzielten im Jahr 2023 Ergebnisse unterhalb des Vorjahres (Adjusted EBITDA Value-add EUR 29,0 Mio., Adjusted EBITDA Recurring Sales EUR 12,8 Mio., Adjusted EBITDA Development EUR -15,2 Mio.).

8.3 Geschäftliche Entwicklung und Ertragslage in den ersten neun Monaten 2024

Eine hohe Nachfrage nach Mietwohnungen und eine positive Mietenentwicklung zeichnete das Kerngeschäft Rental im Neunmonatszeitraum 2024 aus. Mit einer Leerstandsquote von 1,6 % zum Ende des 3. Quartals 2024 war der Wohnimmobilienbestand von Deutsche Wohnen nahezu voll vermietet. Im 2. und 3. Quartal 2024 zeigten sich höhere Immobilien Transaktionsvolumina sowie eine Bodenbildung bei den Immobilienwerten. Die EZB-Leitzinssenkungen begünstigten Transaktionen insbesondere in den Segmenten Recurring Sales und Development.

Das Adjusted EBITDA (fortgeführte Geschäftsbereiche), lag mit EUR 489,2 Mio. in den ersten 9 Monaten des Geschäftsjahres 2024 um -1,5 % unter dem Vergleichswert des Vorjahres von EUR 496,8 Mio. Das Adjusted EBITDA Rental ging von EUR 480,4 Mio. um -1,4 % auf EUR 473,6 Mio. zurück. Das Adjusted EBITDA Value-add stieg auf EUR 17,5 Mio. (Vorjahr EUR 7,9 Mio.). Die anderen Geschäftssegmente erzielten zum dritten Quartal 2024 Ergebnisse unterhalb des Vorjahres (Adjusted EBITDA Recurring Sales EUR 1,2 Mio., Adjusted EBITDA Development EUR -3,1 Mio.).

8.4 Ausblick für das Geschäftsjahr 2024

Insgesamt erwarten wir ein Adjusted EBITDA auf dem Niveau des Vorjahres. Das in den letzten beiden Jahren gestiegene Zinsniveau führt zu einem Anstieg der Fremdkapitalkosten. Zudem erfolgte im Zusammenhang mit der Ende September 2024 vereinbarten Transaktion mit der QUARTERBACK Immobilien-Gruppe eine Wertberichtigung auf Zinserträge, was insgesamt zu einem deutlich gestiegenen negativen bereinigten Nettofinanzergebnis führt. Im Rahmen dieser Transaktion hat die Deutsche Wohnen mit der QUARTERBACK Immobilien-Gruppe Kaufverträge über den Erwerb von Baugrundstücken und Bewirtschaftungseinheiten gegen teilweise Verrechnung mit gegenüber der QUARTERBACK Immobilien-Gruppe bestehenden Darlehensforderungen geschlossen. Da die Deutsche Wohnen allerdings davon ausgeht, dass die verbleibenden Forderungsbestände nicht werthaltig sind, wurde im dritten Quartal 2024 eine Wertberichtigung auf Forderungsbestand und Zinserträge vorgenommen. Bei stabilen planmäßigen Abschreibungen gehen wir daher von einem Adjusted EBT moderat unter Vorjahresniveau aus. Beide Kennzahlen sind maßgeblich durch die Absatzrisiken am Transaktionsmarkt beeinflusst.

9. Mitarbeiter

Im Geschäftsjahr 2023 beschäftigte die Deutsche Wohnen-Gruppe durchschnittlich 835 Mitarbeiter, von denen rund 93,41 % am Sitz der Gesellschaft in Berlin und rund 6,59 % an anderen Standorten im Inland beschäftigt waren.

II. Vonovia und die Vonovia-Gruppe

1. Überblick

Die Vonovia-Gruppe ist einer der führenden europäischen Wohnimmobilienkonzerne mit einem Wohnungsbestand von rund 485.000 eigenen Wohnungen in fast allen attraktiven Städten und Regionen Deutschlands sowie weiteren rund 40.000 Wohneinheiten in Schweden und rund 21.000 Wohneinheiten in Österreich. Neben den eigenen Wohnungen verwaltet Vonovia rund 71.400 Wohnungen für Dritte. Hauptsitz der Vonovia-Gruppe ist Bochum, Deutschland.

Das Geschäftsmodell von Vonovia besteht aus der Bereitstellung und Vermietung von Wohnraum sowie dessen Bewirtschaftung. Eine eigene Handwerker-, Wohnumfeld- und Hausmeisterorganisation sowie umfassende „Backoffice“-Funktionen unterstützen bei der Bewirtschaftung und der Fortentwicklung der Bestände. Vonovia entwickelt ihren Immobilienbestand durch aktives Portfoliomanagement fort. Dazu zählen neben Ankauf, Verkauf und Modernisierung auch der Bau neuer Wohnungen für den Eigenbestand und für den Verkauf an Dritte. Komplettiert wird das Geschäftsmodell durch das Angebot wohnungsnaher Dienstleistungen. Das Angebot von Multimedia, Energieversorgungsleistungen mit Strom und Wärme sowie automatisierter Zählerablesung steht dabei im Vordergrund.

Die Wurzeln von Vonovia bzw. ihrer Vorläuferunternehmen liegen im gemeinnützigen Wohnungsbau sowie im Werkswohnungsbau und reichen in Deutschland sowie in Österreich und Schweden bis ins 19. Jahrhundert zurück.

Zum 31. Dezember 2023 beschäftigte die Vonovia-Gruppe (einschließlich der Deutsche Wohnen-Gruppe) konzernweit 11.977 festangestellte Mitarbeiter („Full-time equivalents“ oder Vollzeitäquivalente). Nach dem gemäß IFRS und den ergänzend nach § 315e Absatz 1 HGB handelsrechtlichen Vorschriften erstellten Konzernabschluss zum 31. Dezember 2023

betrug die Bilanzsumme der Vonovia-Gruppe rund EUR 91.995,9 Mio. In dem zum 31. Dezember 2023 endenden Geschäftsjahr belief sich das Gesamtergebnis (ausweislich des Konzernabschlusses der Vonovia für das zum 31. Dezember 2023 endende Geschäftsjahr) auf minus EUR 6.862,8 Mio.

2. Unternehmensgeschichte und Geschäftsentwicklung

Die Geschichte von Vonovia reicht bis ins Jahr 1918 zurück, als die *Gemeinnützige Aktiengesellschaft für Angestellten-Heimstätten (GAGFAH)* gegründet wurde, die nach dem Ersten Weltkrieg bezahlbaren Wohnraum für Angestellte schaffen sollte. GAGFAH entwickelte sich über Jahrzehnte hinweg zu einem bedeutenden Wohnungsunternehmen in Deutschland und war lange Zeit eine zentrale Institution im Bereich des sozialen Wohnungsbaus.

Ein weiterer wichtiger Vorläufer von Vonovia entstand in den 1920er Jahren: Die *Vereinigte Stahlwerke AG*, einer der größten deutschen Industriekonzerne, baute ebenfalls große Bestände an Werkswohnungen für ihre Mitarbeiter, um die Wohnversorgung in Industriegebieten sicherzustellen. Diese Bestände spielten später eine wichtige Rolle in der Expansion von Vonovia.

Vonovia selbst wurde im Jahr 2001 unter dem Namen *Deutsche Annington* gegründet, als sie große Bestände von Eisenbahnerwohnungen erwarb. Dieser Erwerb bildete die Basis für das Wachstum des Unternehmens. In den folgenden Jahren setzte Deutsche Annington ihre Expansionsstrategie durch den Zukauf weiterer Wohnungsportfolios fort. Deutsche Annington und GAGFAH übernahmen zahlreiche Wohnungsbestände in ganz Deutschland. Nach Durchführung wichtiger Umstrukturierungsmaßnahmen im Konzern – insbesondere durch den Aufbau einer eigenen Handwerkerorganisation – ging die Deutsche Annington im Jahr 2013 an die Börse.

2015 folgte auf den Zusammenschluss von Deutsche Annington und GAGFAH die Umbenennung in Vonovia. Durch diese Fusion und weitere Akquisitionen wuchs das Unternehmen massiv und wurde zum größten privaten Wohnungsunternehmen Deutschlands. In den folgenden Jahren erweiterte Vonovia ihre internationale Präsenz, insbesondere auch durch den Kauf der österreichischen Unternehmen Conwert und BUWOG, der schwedischen Unternehmen Victoria Park und Hembla, sowie nicht zuletzt durch die Übernahme einer Mehrheit an der Deutsche Wohnen im Jahr 2021.

Heute verwaltet Vonovia insgesamt mehr als 540.000 Wohnungen, größtenteils in Deutschland, und ist seit ihrem Börsengang im Jahr 2013 im DAX40 (bis September 2021: DAX30) gelistet. Das Unternehmen verfolgt eine Strategie der nachhaltigen Modernisierung, insbesondere im Bereich Energieeffizienz, und ist bestrebt, bezahlbaren Wohnraum mit modernen Wohnstandards zu verbinden.

3. Rechtsform, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand

Die Vonovia ist eine Europäische Aktiengesellschaft (*Societas Europaea*) mit Sitz in Bochum, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Bochum unter HRB 16879. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.

Der satzungsmäßige Unternehmensgegenstand der Gesellschaft lautet (§ 2 der Satzung der Vonovia):

„2.1 Gegenstand des Unternehmens ist das Betreiben von Immobiliengeschäften und damit zusammenhängender Geschäfte jedweder Art, insbesondere der Erwerb, die Verwaltung und Veräußerung von bebauten oder unbebauten Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten in Deutschland und im Ausland. Die Gesellschaft kann ferner Beteiligungen an deutschen oder ausländischen Personen- und (börsennotierten und nicht börsennotierten) Kapitalgesellschaften erwerben, halten und veräußern, die die vorbezeichneten Geschäfte betreiben.

2.2 Die Gesellschaft kann sich insbesondere auf den Gebieten des Erwerbs, der Errichtung, des Betriebs, der Betreuung, der Bewirtschaftung und der Verwaltung von Bauten in allen Rechts- und Nutzungsformen betätigen und alle im Bereich der Bewirtschaftung von Wohnungs- und Gewerbebauten, des Städtebaus und der Infrastruktur anfallenden Aufgaben übernehmen, insbesondere Grundstücke erwerben, entwickeln, erschließen, sanieren, belasten, veräußern sowie Erbbaurechte ausgeben. Sie kann sich ferner im Bereich der Entwicklung und Vermarktung von technischem, kaufmännischem und sonstigem Know-how und der Bereitstellung von Dienstleistungen aller Art im Zusammenhang mit dem beschriebenen Unternehmensgegenstand betätigen.

2.3 Die Gesellschaft kann jede ihrer Beteiligungen veräußern und ihr Geschäft oder ihr Vermögen insgesamt oder Teile davon abspalten oder an verbundene Unternehmen übertragen. Sie kann ferner Unternehmen unter einheitlicher Leitung zusammenfassen oder sich auf die Verwaltung von Beteiligungen beschränken.

2.4 Die Gesellschaft darf auch andere Geschäfte betreiben, wenn diese geeignet sind, den Gegenstand des Unternehmens zu verwirklichen. Die Gesellschaft ist berechtigt, den Unternehmensgegenstand auch nur teilweise auszufüllen oder durch Unternehmen zu verfolgen, an denen sie beteiligt ist. Sie kann Zweigniederlassungen in Deutschland und im Ausland errichten.

2.5 Tätigkeiten, welche die Gesellschaft zu einem Investmentvermögen im Sinne des Kapitalanlagegesetzbuches machen würden, werden nicht ausgeübt. Insbesondere wurde die Gesellschaft nicht mit dem Hauptzweck gegründet, ihren Aktionären durch Veräußerung ihrer Tochterunternehmen oder verbundenen Unternehmen eine Rendite zu verschaffen.“

4. Grundkapital, Aktionäre und Börsenhandel

4.1 Grundkapital

Das Grundkapital der Vonovia beträgt EUR 822.852.925,00 und ist eingeteilt in 822.852.925 auf den Namen lautende Stückaktien (Aktien ohne Nominalbetrag), von denen jede am Grundkapital im gleichen Umfang beteiligt ist (*Vonovia-Aktien*). Daneben gibt es keine weiteren Aktiengattungen.

4.2 Genehmigtes Kapital 2022

Die Hauptversammlung der Vonovia hat am 29. April 2022 beschlossen, den Vorstand von Vonovia zu ermächtigen, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der Vonovia in der Zeit bis zum 28. April 2027 um bis zu EUR 205.997.072,00 einmalig oder mehrmals durch Ausgabe von bis zu 205.997.072 neuen, auf den Namen lautenden Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen zu erhöhen (§ 5.1 der Satzung der Vonovia, *Genehmigtes Kapital 2022*).

Der Vorstand ist nur berechtigt, das Genehmigte Kapital 2022 in Höhe von maximal 30% des Grundkapitals im Zeitpunkt des Wirksamwerdens oder – falls dieser Wert geringer ist – im Zeitpunkt der Ausübung dieser Ermächtigung auszunutzen (§ 5.2 der Satzung der Vonovia). Auf diese Höchstgrenze von 30 % des Grundkapitals sind diejenigen Aktien anzurechnen, die zur Bedienung von Schuldverschreibungen mit Wandlungs- oder Optionsrechten bzw. mit Wandlungs- oder Optionspflichten aus einem bedingten Kapital ausgegeben wurden oder auszugeben sind, sofern diese Schuldverschreibungen während der Laufzeit dieser Ermächtigung ausgegeben wurden. Die gemäß den vorstehenden Sätzen dieses Absatzes verminderte Höchstgrenze wird mit Wirksamwerden einer nach der Verminderung von der Hauptversammlung beschlossenen neuen Ermächtigung gem. § 202 oder § 221 AktG (in Verbindung mit einem bedingten Kapital gem. § 192 AktG) wieder erhöht, soweit die neue Ermächtigung reicht, höchstens aber bis zu 30 % des Grundkapitals nach den Vorgaben von Satz 1 dieses Absatzes.

Grundsätzlich sind die neuen Aktien den Aktionären zum Bezug anzubieten. Die neuen Aktien können auch von einem oder mehreren durch den Vorstand bestimmten Kreditinstitut(en) oder einem oder mehreren nach § 53 Absatz 1 Satz 1 oder § 53b Absatz 1 Satz 1 KWG tätigen Unternehmen mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den Aktionären der Gesellschaft zum Bezug anzubieten (mittelbares Bezugsrecht) (§ 5.3 der Satzung der Vonovia).

Der Vorstand ist jedoch ermächtigt, das Bezugsrecht der Aktionäre mit Zustimmung des Aufsichtsrats für eine oder mehrere Kapitalerhöhungen im Rahmen des genehmigten Kapitals auszuschließen (§ 5.4 der Satzung der Vonovia),

- um Spitzenbeträge vom Bezugsrecht auszunehmen;
- soweit es erforderlich ist, um Inhabern bzw. Gläubigern von Wandelschuldverschreibungen, Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente) (**Schuldverschreibungen**), die mit Wandlungs- oder Optionsrechten bzw. Wandlungs- oder Optionspflichten ausgestattet sind und die von der Gesellschaft oder von der Gesellschaft abhängiger oder im unmittelbaren oder mittelbaren Mehrheitsbesitz der Gesellschaft stehender Gesellschaften ausgegeben wurden oder noch werden, ein Bezugsrecht auf neue, auf den Namen lautende Stückaktien der Gesellschaft in dem Umfang zu gewähren, wie es ihnen nach Ausübung der Options- oder Wandlungsrechte bzw. nach Erfüllung von Wandlungs- oder Optionspflichten als Aktionär zustünde;
- zur Ausgabe von Aktien gegen Bareinlagen, wenn der Ausgabebetrag der neuen Aktien den Börsenpreis der bereits börsennotierten Aktien gleicher Gattung und Ausstattung nicht wesentlich im Sinne der §§ 203 Absatz 1 und Absatz 2, 186 Absatz 3 Satz 4 AktG unterschreitet und der auf die unter Ausschluss des Bezugsrechts entsprechend § 186 Absatz 3 Satz 4 AktG ausgegebenen neuen Aktien entfallende anteilige Betrag des Grundkapitals insgesamt 10 % des Grundkapitals nicht überschreitet, und zwar weder im Zeitpunkt des Wirksamwerdens noch – falls dieser Wert geringer ist – im Zeitpunkt der Ausübung dieser Ermächtigung. Auf diese Höchstgrenze von 10 % des Grundkapitals sind Aktien der Gesellschaft anzurechnen, (i) die während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre gemäß oder entsprechend § 186 Absatz 3 Satz 4 AktG ausgegeben oder veräußert werden und (ii) zur Bedienung von Schuldverschreibungen mit

Wandlungs- oder Optionsrechten bzw. mit Wandlungs- oder Optionspflichten ausgegeben werden oder auszugeben sind, sofern diese Schuldverschreibungen in entsprechender Anwendung des § 186 Absatz 3 Satz 4 AktG während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts ausgegeben wurden. Die gemäß den vorstehenden Sätzen dieses Absatzes verminderte Höchstgrenze wird mit Wirksamwerden einer nach der Verminderung von der Hauptversammlung beschlossenen neuen Ermächtigung zum Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre entsprechend § 186 Absatz 3 Satz 4 AktG wieder erhöht, soweit die neue Ermächtigung reicht, höchstens aber bis zu 10 % des Grundkapitals nach den Vorgaben von Satz 1 dieses Absatzes;

- zur Ausgabe von Aktien gegen Sacheinlagen, insbesondere – aber ohne Beschränkung hierauf – zum Zwecke des (auch mittelbaren) Erwerbs von Unternehmen, Unternehmensteilen, Beteiligungen an Unternehmen und sonstigen mit einem Akquisitionsvorhaben in Zusammenhang stehenden Vermögensgegenständen (einschließlich Forderungen), Immobilien und Immobilienportfolios, oder zur Bedienung von Schuldverschreibungen im Sinne von § 5.4(ii), die gegen Sacheinlage begeben werden;
- zur Durchführung einer Aktiendividende, in deren Rahmen Aktien der Gesellschaft (auch teilweise und/oder wahlweise) gegen Einlage von Dividendenansprüchen der Aktionäre ausgegeben werden (*Scrip Dividend*); und
- beschränkt auf die Ausgabe von bis zu 2.500.000 neuen, auf den Namen lautenden Stückaktien gegen Bareinlage, soweit dies erforderlich ist, um Aktien an Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Gesellschaft oder mit ihr im Sinne von § 15 AktG verbundenen Unternehmen unter Ausschluss der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats der Gesellschaft sowie des Vorstands, des Aufsichtsrats und sonstiger Organmitglieder verbundener Unternehmen auszugeben (Belegschaftsaktien). Soweit gesetzlich zulässig, können die Belegschaftsaktien auch in der Weise ausgegeben werden, dass die auf sie zu leistende Einlage aus dem Teil des Jahresüberschusses gedeckt wird, den Vorstand und Aufsichtsrat nach § 58 Absatz 2 AktG in andere Gewinnrücklagen einstellen können. Ferner können die neuen Aktien gegen Bareinlage von einem Kreditinstitut gezeichnet werden, damit die Gesellschaft die so gezeichneten Aktien zurückerwerben kann, um diese an Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Gesellschaft oder Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der mit ihr im Sinne von § 15 AktG verbundenen Unternehmen unter Ausschluss der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats der Gesellschaft sowie des Vorstands, des Aufsichtsrats und sonstiger Organmitglieder verbundener Unternehmen auszugeben.

Die in den vorstehenden Absätzen enthaltenen Ermächtigungen zum Bezugsrechtsausschluss bei Kapitalerhöhungen gegen Bar- und/oder Sacheinlagen sind insgesamt auf einen Betrag, der 10 % des Grundkapital nicht überschreitet, und zwar weder im Zeitpunkt des Wirksamwerdens dieser Ermächtigung noch – falls dieser Wert geringer ist – im Zeitpunkt der Ausnutzung dieser Ermächtigung, beschränkt. Auf die vorgenannte 10 %-Grenze sind Aktien der Gesellschaft anzurechnen, (i) die während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts aus anderen Ermächtigungen ausgegeben werden und (ii) die zur Bedienung von Schuldverschreibungen ausgegeben werden oder auszugeben sind, sofern die Schuldverschreibungen während der Laufzeit dieser Ermächtigung ihrerseits un-

ter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre ausgegeben wurden. Die gemäß den vorstehenden Sätzen dieses Absatzes verminderte Höchstgrenze wird mit Wirksamwerden einer nach der Verminderung von der Hauptversammlung beschlossenen neuen Ermächtigung zum Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre wieder erhöht, soweit die neue Ermächtigung reicht, höchstens aber bis zu 10 % des Grundkapitals nach den Vorgaben von Satz 1 dieses Absatzes (§ 5.5 der Satzung der Vonovia).

Die auf Grundlage des Genehmigten Kapitals 2022 geschaffenen neuen Aktien nehmen vom Beginn des Geschäftsjahrs an, in dem sie entstehen, und für alle nachfolgenden Geschäftsjahre am Gewinn teil; abweichend hiervon kann der Vorstand, sofern rechtlich zulässig, mit Zustimmung des Aufsichtsrats festlegen, dass die neuen Aktien vom Beginn des Geschäftsjahrs an, für das im Zeitpunkt der Kapitalerhöhung noch kein Beschluss der Hauptversammlung über die Verwendung des Bilanzgewinns gefasst worden ist, am Gewinn teilnehmen (§ 5.6 der Satzung).

Der Vorstand ist ferner ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats den weiteren Inhalt der Rechte und die Bedingungen der Ausgabe der Aktien festzulegen (§ 5.7 der Satzung).

Der Aufsichtsrat ist gemäß § 5.8 der Satzung ermächtigt, die Fassung von § 4.1 und § 5 der Satzung der Vonovia entsprechend der jeweiligen Ausnutzung des Genehmigten Kapitals 2022 sowie nach Ablauf der Ermächtigungsfrist zu ändern.

4.3 Bedingtes Kapital 2021

Die Hauptversammlung der Vonovia hat am 16. April 2021 beschlossen, das Grundkapital der Vonovia um bis zu EUR 282.943.649,00 durch Ausgabe von bis zu 282.943.649 neuen, auf den Namen lautenden Stückaktien mit Gewinnberechtigung bedingt zu erhöhen (§ 6.2 der Satzung, **Bedingtes Kapital 2021**).

Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur insoweit durchgeführt, wie die Inhaber bzw. Gläubiger von Schuldverschreibungen, die von der Vonovia oder abhängigen oder im unmittelbaren oder mittelbaren Mehrheitsbesitz der Vonovia stehenden Gesellschaften aufgrund der von der Hauptversammlung der Vonovia vom 16. April 2021 unter Tagesordnungspunkt 9 beschlossenen Ermächtigung ausgegeben bzw. garantiert werden, von ihren Wandlungs- oder Optionsrechten Gebrauch machen bzw. Wandlungs- oder Optionspflichten aus solchen Schuldverschreibungen erfüllen oder soweit die Gesellschaft anstelle der Zahlung des fälligen Geldbetrags Aktien der Gesellschaft gewährt und soweit die Wandlungs- oder Optionsrechte bzw. Wandlungs- oder Optionspflichten nicht durch eigene Aktien, durch Aktien aus genehmigtem Kapital oder durch andere Leistungen bedient werden.

Die Ausgabe der neuen Aktien erfolgt zu dem nach Maßgabe des vorstehend genannten Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung jeweils festzulegenden Wandlungs- oder Optionspreises.

Die neuen Aktien nehmen von dem Beginn des Geschäftsjahrs, in dem sie durch Ausübung von Wandlungs- oder Optionsrechten, durch die Erfüllung von Wandlungs- oder Optionspflichten oder durch Gewährung anstelle der Zahlung des fälligen Geldbetrags entstehen, und für alle nachfolgenden Geschäftsjahre, am Gewinn teil. Abweichend hiervon kann der Vorstand, sofern rechtlich zulässig, mit Zustimmung des Aufsichtsrats festlegen, dass die neuen Aktien vom Beginn des Geschäftsjahrs an, für das im Zeitpunkt der Ausübung von Wandlungs- oder Optionsrechten, der Erfüllung von Wandlungs- oder Optionspflichten

oder der Gewährung anstelle des fälligen Geldbetrags noch kein Beschluss der Hauptversammlung über die Verwendung des Bilanzgewinns gefasst worden ist, am Gewinn teilnehmen.

Der Vorstand ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung festzusetzen.

Der Aufsichtsrat ist ermächtigt, § 4.1 und § 6.2 der Satzung entsprechend der jeweiligen Inanspruchnahme des bedingten Kapitals und nach Ablauf sämtlicher Options- und Wandlungsfristen zu ändern.

Bis zum Datum dieses Vertragsberichts wurden keine Schuldverschreibungen begeben, zu deren Bedienung das Bedingte Kapital 2021 geschaffen wurde. Dementsprechend wurden bis zum Datum dieses Vertragsberichts auch keine Aktien unter dem Bedingten Kapital 2021 ausgegeben.

4.4 Bedingtes Kapital 2025

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der Vonovia schlagen der außerordentlichen Hauptversammlung am 24. Januar 2025 vor, über die Schaffung eines bedingten Kapitals (**Bedingtes Kapital 2025**) zu beschließen, das der Schaffung derjenigen Aktien dient, die unter dem Vertrag den außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionären als Abfindung im Tausch gegen ihre Deutsche Wohnen-Aktien angeboten werden. Der Vorstand und der Aufsichtsrat der Vonovia schlagen der Hauptversammlung am 24. Januar 2025 im Wesentlichen folgende Beschlussfassung vor:

Das Grundkapital der Gesellschaft wird um bis zu EUR 55.000.000,00 durch Ausgabe von bis zu 55.000.000 neuen, auf den Namen lautenden Stückaktien (Aktien ohne Nominalbetrag) bedingt erhöht. Die bedingte Kapitalerhöhung dient dem Zweck der Gewährung einer Abfindung in Aktien der Gesellschaft an die außenstehenden Aktionäre der Deutsche Wohnen SE gemäß den Bestimmungen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zu dem in § 5 Absatz 1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bestimmten bzw. einem gemäß § 5 Absatz 4 und 6 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags angepassten Umtauschverhältnis. Soweit nach Maßgabe von § 5 Absatz 2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags erforderlich, wird die Gesellschaft Aktienteilrechte in bar ausgleichen.

Für den Fall, dass außenstehende Deutsche Wohnen-Aktionäre ihre Deutsche Wohnen-Aktien vor Bezug einer Dividende oder Ausgleichszahlung auf ihre Deutsche Wohnen-Aktien für das Geschäftsjahr 2025 bzw. für nachfolgende Geschäftsjahre in Aktien der Vonovia tauschen, ist vorgesehen, ihnen – soweit rechtlich und tatsächlich möglich – jeweils Aktien der Vonovia zu gewähren, die von dem Beginn des letzten abgelaufenen Geschäftsjahrs vor ihrer Entstehung am Gewinn teilnehmen. Für den Fall, dass Deutsche Wohnen-Aktionäre ihre Deutsche Wohnen-Aktien nach Bezug einer Dividende oder Ausgleichszahlung auf ihre Deutsche Wohnen-Aktien für das Geschäftsjahr 2025 bzw. für nachfolgende Geschäftsjahre in Aktien der Vonovia tauschen oder soweit eine Gewährung von Aktien mit einer Gewinnberechtigung entsprechend dem vorangegangenen Satz rechtlich oder tatsächlich nicht möglich ist, ist vorgesehen, ihnen jeweils Aktien der Vonovia zu gewähren, die von dem Beginn des Geschäftsjahrs an, in dem sie entstehen, am Gewinn teilnehmen.

Die Ausgabe der neuen Aktien erfolgt gegen die Übertragung von Aktien der Deutsche Wohnen SE durch deren außenstehende Aktionäre. Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur

insoweit durchgeführt, wie die außenstehenden Aktionäre der Deutsche Wohnen SE von ihrem Abfindungsrecht Gebrauch machen.

Der Vorstand wird ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Kapitalerhöhung und ihrer Durchführung festzusetzen.

4.5 Eigene Aktien

Der Vorstand von Vonovia ist durch Beschluss der Hauptversammlung vom 29. April 2022 gemäß § 71 Absatz 1 Nr. 8 AktG bis zum 28. April 2027 ermächtigt, unter Wahrung des Gleichbehandlungsgrundsatzes (Artikel 9 Absatz 1 lit. c) (i) SE-VO in Verbindung mit § 53a AktG) eigene Aktien bis zu insgesamt 10 % des zum Zeitpunkt der Beschlussfassung oder – falls dieser Wert geringer ist – des zum Zeitpunkt der Ausübung der Ermächtigung bestehenden Grundkapitals der Vonovia entsprechend den erteilten Maßgaben zu erwerben und zu verwenden. Die aufgrund dieser Ermächtigung erworbenen Aktien dürfen zusammen mit anderen Aktien der Gesellschaft, die diese bereits erworben hat und noch besitzt oder ihr nach §§ 71a ff. AktG zuzurechnen sind, zu keinem Zeitpunkt 10 % des jeweiligen Grundkapitals der Vonovia übersteigen.

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts hält Vonovia keine eigenen Aktien.

4.6 Aktionäre

Auf Basis der Vonovia bis zum 14. Dezember 2024 zugegangenen Stimmrechtsmitteilungen gemäß § 33 WpHG halten die nachfolgenden Aktionäre Aktien an der Vonovia mit einem Anteil von mindestens 3 % am Grundkapital:

Aktionär	Gesamtstimmrechtsanteile in % (gerundet)
Norges Bank Investment Management	14,86
BlackRock Inc.	8,76
JPMorgan Chase & Co	4,14
Stichting Pensioenfonds ABP	4,04
The Goldman Sachs Group, Inc.	3,45
DWS Investment GmbH	3,02

4.7 Börsenhandel

Die Vonovia-Aktien (ISIN DE000A1ML7J1 bzw. WKN A1ML7J) sind zum Handel im regulierten Markt mit weiteren Zulassungsfolgepflichten an der Frankfurter Wertpapierbörse (*Prime Standard*) zugelassen. Darüber hinaus können die Vonovia-Aktien insbesondere über XETRA gehandelt werden. Weiterhin werden die Vonovia-Aktien im Freiverkehr an den Regionalbörsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie über Tradegate Exchange gehandelt. Die Vonovia-Aktien sind in den Börsenindex DAX einbezogen.

5. Vorstand und Aufsichtsrat von Vonovia

Die Vonovia ist gemäß § 7 der Satzung im dualistischen System mit einem Aufsichts- und einem Leitungsorgan verfasst.

5.1 Vorstand

Der Vorstand der Vonovia besteht gemäß § 8.1 der Satzung der Vonovia aus mindestens zwei Personen. Die Zahl der Mitglieder wird vom Aufsichtsrat festgelegt.

Zum Datum dieses Vertragsberichts besteht der Vorstand der Vonovia aus den folgenden Mitgliedern:

- Rolf Buch (Vorsitzender des Vorstands (CEO) seit 1. April 2013);
- Arnd Fittkau (Chief Rental Officer (CRO) seit 16. Mai 2019);
- Philip Grosse (Chief Financial Officer (CFO) seit 1. Januar 2022);
- Daniel Riedl (Chief Development Officer (CDO) seit 9. Mai 2018); und
- Ruth Werhahn (Chief Human Resources Officer (CHRO) seit 1. Oktober 2023).

Gemäß § 9.1 der Satzung der Vonovia wird die Gesellschaft durch zwei Vorstandsmitglieder oder ein Vorstandsmitglied in Gemeinschaft mit einem Prokuristen vertreten. Der Aufsichtsrat hat sämtlichen Vorstandsmitgliedern gemäß § 9.2 der Satzung die Befugnis erteilt, im Namen der Gesellschaft mit sich als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte abzuschließen (§ 181 Alt. 2 BGB).

5.2 Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat der Vonovia besteht gemäß § 11.1 der Satzung aus zehn Mitgliedern. Diese sind zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts:

- Clara-Christina Streit (Vorsitzende);
- Vitus Eckert (stellvertretender Vorsitzender);
- Birgit M. Bohle;
- Jürgen Fenk;
- Dr. Florian Funck;
- Dr. Ute Geipel-Faber;
- Dr. Daniela Gerd tom Markotten;
- Matthias Hünlein;
- Hildegard Müller; und
- Dr. Ariane Reinhart.

Die Vonovia unterliegt keinen mitbestimmungsrechtlichen Regelungen. Dem Aufsichtsrat gehören daher nur Vertreter der Anteilseigner an.

6. Struktur der Vonovia-Gruppe

Die Vonovia ist eine Holding-Gesellschaft, die Konzernobergesellschaft der Vonovia-Gruppe einschließlich der Deutsche Wohnen-Gruppe ist.

In dieser Rolle ist die Vonovia für die Festlegung und Verfolgung der Gesamtstrategie und die Umsetzung in unternehmerische Ziele verantwortlich. Sie übernimmt für die Gruppe übergeordnete Bewirtschaftungs-, Finanzierungs-, Dienstleistungs- und Koordinationsaufgaben. Zudem verantwortet sie das Führungs-, Steuerungs- und Kontrollsystem sowie das Risikomanagement der Vonovia-Gruppe. Ferner ist die Verantwortung für Nachhaltigkeitsfragen in der Vonovia zentral angesiedelt; sie koordiniert diese für die gesamte Vonovia-Gruppe.

Zur Wahrnehmung der Managementfunktionen hat die Vonovia eine Reihe von Servicegesellschaften gegründet, insbesondere für die kaufmännischen und operativen Unterstützungsfunktionen, die zentral in Shared-Service-Centern zusammengefasst sind. Durch die Bündelung von Unternehmensfunktionen auf einer einheitlichen Bewirtschaftungs- und Developmentplattform erzielt Vonovia Harmonisierungs-, Standardisierungs- und Skaleneffekte und erspart somit den Konzerngesellschaften das Unterhalten eigener Funktionen. Diese Bündelung ermöglicht die effiziente und effektive Bewirtschaftung eines Bestands von über 540.000 Wohnungen und die erfolgreiche Umsetzung von Immobilienentwicklungsprojekten. Die Plattformen sind darüber hinaus die Basis für eine erfolgreiche Digitalisierung der Prozessketten.

Die Vonovia-Gruppe (einschließlich der Deutsche Wohnen-Gruppe) umfasste zum 31. Dezember 2023 631 konsolidierte und 2 nicht konsolidierte Gesellschaften. Eine Liste sämtlicher Vonovia-Konzerngesellschaften (einschließlich von Vonovia und Deutsche Wohnen-Unternehmen) mit Stand zum 31. Dezember 2023 ist diesem Vertragsbericht als **Anlage 1** beigefügt.

7. Geschäftstätigkeit der Vonovia-Gruppe

Die Vonovia-Gruppe ist Deutschlands größtes Wohnimmobilienunternehmen und eines der führenden Immobilienunternehmen Europas. Gegründet 2001 mit Sitz in Bochum, fokussiert sich Vonovia auf den Erwerb, das Halten, die Verwaltung, die Bewirtschaftung und die Entwicklung von Wohnimmobilien. Das Kerngeschäft umfasst vor allem den langfristigen Besitz und die Vermietung von Wohnungen, mit einem Bestand von über rund 485.000 Wohnungen, vorwiegend in Deutschland, aber auch in Österreich und Schweden.

Vonovia bietet seinen Mietern ein breites Dienstleistungsspektrum, das über die reine Wohnraumbereitstellung hinausgeht. Dazu gehören unter anderem Reparaturen, Instandhaltungen und die Modernisierung von Wohnimmobilien. Das Unternehmen hat sich insbesondere in den letzten Jahren auf die energetische Sanierung von Bestandsgebäuden konzentriert, um die CO₂-Emissionen zu senken und den Wohnkomfort zu erhöhen. Ein zentraler Bestandteil der Unternehmensstrategie ist die kontinuierliche Verbesserung der Energieeffizienz durch den Einsatz moderner Technologien, wie beispielsweise Photovoltaikanlagen, Wärmedämmungen oder energieeffiziente Heizsysteme.

Ein weiterer Geschäftsbereich ist die Immobilien- und Quartiersentwicklung (Development), in der Vonovia bestehende Wohnviertel ganzheitlich modernisiert, neue Wohngebäude entwickelt und die urbane Infrastruktur verbessert. Hierbei legt das Unternehmen be-

sonderen Wert auf soziale und ökologische Nachhaltigkeit. Vonovia verfolgt das Ziel, qualitativ hochwertigen und zugleich bezahlbaren Wohnraum zu schaffen. Angesichts steigender Mietpreise in vielen städtischen Gebieten versucht das Unternehmen, eine Balance zwischen Rentabilität und sozialer Verantwortung zu wahren.

Zugleich entwickelt Vonovia Immobilienprojekte nicht nur für den eigenen Bestand, sondern auch für den Verkauf. Darüber hinaus zählt zur Produktpalette auch der regelmäßige und nachhaltige Verkauf von Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern aus dem eigenen Portfolio.

Neben dem Kerngeschäft engagiert sich Vonovia zunehmend in der Digitalisierung von Prozessen und Services. Ein Beispiel ist die Einführung von Mieterportalen, die es den Mietern ermöglichen, Reparaturaufträge online zu erteilen oder Einsicht in ihre Mietverträge und Abrechnungen zu erhalten. Zudem erprobt das Unternehmen den Einsatz von Smart-Home-Technologien, um den Wohnkomfort und die Sicherheit der Mieter zu erhöhen.

Vonovia verfolgt eine klare Wachstumsstrategie, die auf organisches Wachstum durch Modernisierungen und Neubauten sowie auf Expansion durch Zukäufe weiterer Immobilienportfolios und Unternehmen ausgerichtet ist. In den letzten Jahren erwarb Vonovia beispielsweise die österreichische BUWOG und das schwedische Wohnungsunternehmen Hembra, um ihre internationale Präsenz zu erweitern.

Als börsennotiertes, im DAX gelistetes Unternehmen ist Vonovia für Investoren von großem Interesse. Vonovia setzt im Rahmen seiner gesellschaftlichen Verantwortung auf nachhaltiges Wachstum sowie einen kundenorientierten Serviceansatz.

8. Geschäftliche Entwicklung, Ergebnissituation und Vermögenslage der Vonovia-Gruppe (einschließlich der Deutsche Wohnen-Gruppe)

8.1 Finanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2021, 2022 und 2023

Die nachstehend ausgewählten Finanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 sind den geprüften und gebilligten Konzernabschlüssen der Vonovia für die am 31. Dezember 2021, 2022 und 2023 endenden Geschäftsjahre entnommen. Soweit nicht anders angegeben, sind diese Werte kaufmännisch gerundet. Die Konzernabschlüsse der Vonovia-Gruppe (einschließlich der Deutsche Wohnen-Gruppe) wurden in Übereinstimmung mit den IFRS, wie sie vom International Accounting Standards Board verlautbart wurden und in der Europäischen Union anzuwenden sind, und den zusätzlichen Anforderungen des § 315e Absatz 1 HGB erstellt.

in Mio. EUR, sofern nicht anders angegeben	2021	2022	2023
Umsatzerlöse aus der Immobilienbewirtschaftung	3.623,9	4.894,5	4.874,5
Ergebnis aus der Veräußerung von Immobilien	165,0	138,4	78,1
Ergebnis aus der Veräußerung von Immobilienvorräten	137,9	127,5	49,4
Adjusted EBITDA (fortgeführte Geschäftsbereiche)*	2.254,4	2.606,1	2.583,8
Ergebnis vor Steuern (EBT) (fortgeführte Geschäftsbereiche)*	5.092,0	-604,6	-9.185,2
Periodenergebnis	2.440,5	-669,4	-6.756,2
Cashflow aus der betrieblichen Tätigkeit	1.823,9	2.084,3	1.901,2

in Mio. EUR, sofern nicht anders angegeben	2021	2022	2023
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-19.115,8	938,2	-825,9
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	18.125,0	-3.145,1	-961,0
Bilanzsumme	105.914,3	101.389,6	91.995,9
Eigenkapital	36.139,1	34.438,8	29.944,6
Eigenkapitalquote (%)	34,1	34,0	32,5
Schulden	69.775,2	66.950,8	62.051,3

Mitarbeiter (zum Geschäftsjahresende) 15.871 12.117 11.977

* *Geschäftszahlen 2021 wie berichtet, Vorjahreswerte 2022 vergleichbar gemäß aktueller Kennzahlen- und Segmentdefinition 2023*

8.2 Geschäftliche Entwicklung und Ertragslage im Geschäftsjahr 2023

Im Kontext schwieriger Rahmenbedingungen hat sich für Vonovia im Geschäftsjahr 2023 das Kerngeschäft Rental als äußerst robust erwiesen. Das Bewirtschaftungsgeschäft zeigte eine positive Geschäftsentwicklung, insbesondere gestützt durch unverändert hohe Nachfrage und steigende Mieten sowie realisierte Synergien aus der Zusammenarbeit mit Deutsche Wohnen. Das Umfeld aus erhöhten Zinsen und Inflation führte zu rückläufigen Ergebnissen in den übrigen Segmenten.

Die wesentliche Steuerungskennzahl auf Segmentebene, das Adjusted EBITDA (fortgeführte Geschäftsbereiche), reduzierte sich im Geschäftsjahr 2023 insgesamt leicht um - 0,9 % von EUR 2.606,1 Mio. auf EUR 2.583,8 Mio. Das Adjusted EBITDA Rental hingegen stieg von EUR 2.254,3 Mio. um 6,5 % auf EUR 2.401,7 Mio. Die anderen Geschäftssegmente erzielten im Jahr 2023 Ergebnisse unterhalb des Vorjahres (Adjusted EBITDA Value-add EUR 105,5 Mio., Adjusted EBITDA Recurring Sales EUR 63,4 Mio., Adjusted EBITDA Development EUR 13,2 Mio.).

8.3 Geschäftliche Entwicklung und Ertragslage in den ersten neuen Monaten 2024

Eine hohe Nachfrage nach Mietwohnungen und eine positive Mietenentwicklung zeichnete das Kerngeschäft Rental im Neunmonatszeitraum 2024 aus. Mit einer Leerstandsquote von 2,1 % zum Ende des 3. Quartals 2024 war der Wohnimmobilienbestand von Vonovia nahezu voll vermietet. Im 2. und 3. Quartal 2024 zeigten sich höhere Immobilien Transaktionsvolumina sowie eine Bodenbildung bei den Immobilienwerten. Die EZB-Leitzinssenkungen begünstigten Transaktionen insbesondere in den Segmenten Recurring Sales und Development.

Das Adjusted EBITDA (fortgeführte Geschäftsbereiche), lag mit EUR 1.986,7 Mio. in den ersten 9 Monaten des Geschäftsjahres 2024 um 1,4 % über dem Vergleichswert des Vorjahres von EUR 1.958,4 Mio. Das Adjusted EBITDA Rental ging von EUR 1.818,6 Mio. um - 0,9 % auf EUR 1.801,9 Mio. zurück. Das Adjusted EBITDA Value-add stieg auf EUR 145,9 Mio. (Vorjahr EUR 73,3 Mio.). Die anderen Geschäftssegmente erzielten zum dritten Quartal 2024 Ergebnisse unterhalb des Vorjahres (Adjusted EBITDA Recurring Sales EUR 38,9 Mio., Adjusted EBITDA Development EUR 0,0 Mio.).

8.4 Ausblick für das Geschäftsjahr 2024

Für das Kerngeschäft Rental wird ein EBITDA Beitrag in etwa auf Vorjahresniveau erwartet. Im Jahresvergleich werden organische Mietsteigerung und damit verbundene steigende Mieteinnahmen durch einen höheren Mietabgang infolge des verkaufsbedingt geringeren Portfolios kompensiert. Für das Segment Value-add wird für 2024, im Wesentlichen getrieben durch das Wieder-Hochfahren der Investitionstätigkeit sowie durch einen positiven Effekt aus der Verpachtung von Coax-Netzen, der sich im nächsten Jahr nicht in der gleichen Größenordnung niederschlägt, von einem sehr starken Anstieg des Adjusted EBITDA ausgegangen. Ein starker Anstieg des EBITDA-Beitrags wird ebenso für das Segment Development prognostiziert, der in einem Anstieg der Nachfrage nach neu gebauten Eigentumswohnungen begründet liegt. Aufgrund der Priorisierung von Liquidität vor Profitabilität bei dem Verkauf von Bestandswohnungen wird für das Segment Recurring Sales ein Adjusted EBITDA moderat unter Vorjahresniveau angenommen. Auf Konzernebene wird daher für 2024 insgesamt ein Adjusted EBITDA Total leicht über Vorjahresniveau erwartet.

9. Mitarbeiter

Im Geschäftsjahr 2023 beschäftigte die Vonovia-Gruppe (ohne die Deutsche Wohnen-Gruppe und exklusive Pflege) durchschnittlich 10.833 Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer, von denen rund 11,94 % am Hauptsitz der Gesellschaft in Bochum und rund 8,22 % außerhalb von Deutschland beschäftigt waren.

C. Gründe für den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

I. Wirtschaftliche und rechtliche Gründe

1. Ziel der Stärkung und der Integration der Deutsche Wohnen-Gruppe und der Vonovia-Gruppe

Der BGAV ist entscheidend für die Schaffung eines integrierten Konzerns. Er wird eine engere und effektivere Zusammenarbeit zwischen der Deutsche Wohnen-Gruppe und der Vonovia-Gruppe ermöglichen. Das vertragliche Weisungsrecht erlaubt es dem Vorstand von Vonovia, eine einheitliche Leitung im Konzerninteresse und einheitliche Konzernstrukturen sowie Strategien auch gegenüber Deutsche Wohnen durchzusetzen. Dies wiederum ist eine wesentliche Voraussetzung für die beabsichtigte Intensivierung der Zusammenarbeit zwischen Vonovia und Deutsche Wohnen.

Deutsche Wohnen und Vonovia erwarten in Zukunft in noch weiterem Umfang als bisher gemeinsam Synergien heben zu können, wofür der Abschluss des Vertrags erforderlich ist. Der Abschluss des Vertrags ermöglicht eine noch effektivere und kosteneffizientere Eingliederung von Deutsche Wohnen in die Vonovia-Gruppe. Deutsche Wohnen und Vonovia erwarten insbesondere, dass durch den Abschluss des Vertrags die Koordination und die Entscheidungsabläufe zwischen Deutsche Wohnen und Vonovia vereinfacht und damit beschleunigt werden. Kürzere Entscheidungswege sollen eine kundenzentrierte und agile Arbeitsweise in der Vonovia-Gruppe weiter befördern, damit Deutsche Wohnen und die Vonovia-Gruppe in einem herausfordernden Marktumfeld nachhaltig und effektiv agieren können.

Der mit der weiteren Integration angestrebte Zweck ist, der Vonovia-Gruppe zur Verfestigung ihrer bereits starken Position im deutschen und europäischen Immobilienmarkt zu verhelfen und einen verbesserten konzerninternen Austausch zu gewährleisten. Dies wird zu einer erheblichen Stärkung der Positionierung der Vonovia-Gruppe und der Deutsche Wohnen-Gruppe auf dem deutschen und europäischen Immobilienmarkt führen. Darüber hinaus wird die weitere Integration ermöglichen, die operative Größe, den Kundenstamm und die bestehende Expertise der Deutsche Wohnen-Gruppe effektiver zu nutzen, um die neben der reinen Vermietung von Wohnimmobilien von der Deutsche Wohnen-Gruppe und der Vonovia-Gruppe angebotenen Serviceleistungen und/oder die internationale Ausrichtung zu erweitern.

2. Grenzen und Beschränkungen der Zusammenarbeit im derzeitigen faktischen Konzernverhältnis

Aufgrund der Mehrheitsbeteiligung von Vonovia an Deutsche Wohnen besteht derzeit zwischen Deutsche Wohnen und Vonovia ein faktisches Konzernverhältnis.

Der Steuerung und Koordinierung von Aktivitäten sind im faktischen Konzernverhältnis enge Grenzen gesetzt. Der Vorstand von Deutsche Wohnen ist nach § 76 Absatz 1 AktG weiterhin verpflichtet, Deutsche Wohnen in eigener Verantwortung zu leiten. Er hat alle auf Veranlassung oder im Interesse der Vonovia oder eines mit der Vonovia-Gruppe verbundenen Unternehmens vorgenommenen bzw. unterlassenen Maßnahmen oder Rechtsgeschäfte darauf zu prüfen, ob sie für Deutsche Wohnen nachteilige Auswirkungen haben. Falls derartige Rechtsgeschäfte oder Maßnahmen für die Deutsche Wohnen nachteilig sind, dürfen sie nur vorgenommen werden, wenn die mit dem betreffenden Rechtsgeschäft bzw. der betreffenden Maßnahme verbundenen Nachteile ausgeglichen werden, § 311 Absatz 1 AktG. Ein solcher Nachteilsausgleich hat bis zum Ende des Geschäftsjahres von Deutsche Wohnen, in dem die nachteilige Einflussnahme vorgenommen wurde, und damit in einem zeitlich engen Rahmen zu erfolgen, und zwar in Form eines tatsächlichen Ausgleichs oder der Gewährung eines entsprechenden Rechtsanspruchs, § 311 Absatz 2 AktG.

Lässt sich der Nachteil nicht quantifizieren und deshalb auch nicht ausgleichen, darf der Vorstand von Deutsche Wohnen die Maßnahme oder das Rechtsgeschäft nicht durchführen. Deswegen hat der Vorstand von Deutsche Wohnen bei jeder erfolgten bzw. unterlassenen Maßnahme und jedem Rechtsgeschäft von Deutsche Wohnen, das auf Veranlassung oder im Interesse von Vonovia oder eines mit der Vonovia verbundenen Unternehmens der Vonovia-Gruppe erfolgte bzw. unterlassen wurde, zu prüfen, ob die Einflussnahme rechtlich zulässig ist und ob sie zu Nachteilen für Deutsche Wohnen führt.

Eine solche Einzelfallprüfung kann umfangreiche Analysen erfordern und die Vorstandsressourcen stark beanspruchen, ohne dass die Prüfung in jedem Fall zu einem rechtssicheren Ergebnis führt. In vielen Fällen, insbesondere bei Maßnahmen mit langfristiger Zielsetzung, ist es sehr schwierig festzustellen, ob die Maßnahme nachteilig ist. Kurzfristige nachteilige Effekte können durch langfristig positive Effekte ausgeglichen werden. Ob und inwieweit die positiven Effekte eintreten, ist aber oft unsicher. Der Vorstand von Deutsche Wohnen hat im Rahmen seiner Prüfung auch stets die Interessen der Minderheitsaktionäre zu berücksichtigen.

Ferner sind in einem faktischen Konzernverhältnis sämtliche Maßnahmen und Rechtsgeschäfte, die mit dem herrschenden Unternehmen oder einem mit diesem verbundenen Unternehmen oder auf Veranlassung oder im Interesse eines dieser Unternehmen vorgenommen wurden, im Einzelnen zu dokumentieren. Der Vorstand von Deutsche Wohnen hat über

sie in einem jährlichen sogenannten Abhängigkeitsbericht unter Bezifferung etwaiger nachteiliger Auswirkungen zu berichten (§ 312 AktG). Der Abhängigkeitsbericht ist sodann vom Abschlussprüfer und hiernach auch vom Aufsichtsrat von Deutsche Wohnen zu prüfen (§§ 313, 314 AktG).

All diese Regelungen binden auf beiden Seiten, insbesondere aber auf Seiten von Deutsche Wohnen als abhängigem Unternehmen, erhebliche zeitliche, finanzielle sowie personelle Ressourcen. Denn alle Maßnahmen und Rechtsgeschäfte von Deutsche Wohnen, die von Vonovia oder von einem mit ihr verbundenen Unternehmen veranlasst oder in ihrem Interesse vorgenommen oder unterlassen werden, – seien es solche mit Vonovia oder mit Dritten – müssen unter Einbeziehung des Vorstands und auch anderer Abteilungen von Deutsche Wohnen geprüft werden (z.B. Rechtsabteilung, Rechnungswesen und Steuern oder Unternehmensfinanzierung), um die Einhaltung der im faktischen Konzernverhältnis geltenden Regeln sicherzustellen. Neben der Bindung von Ressourcen und der nicht vollständig herzustellenden Rechtssicherheit führt dieser notwendige Prüfungsschritt auch zu Verzögerungen in der Umsetzung der beabsichtigten Zusammenarbeit zwischen der Deutsche Wohnen-Gruppe und der Vonovia-Gruppe. Dadurch wird die zügige und effiziente Umsetzung von drängenden, aber auch von im gemeinsamen Interesse liegenden unternehmerischen Entscheidungen erschwert.

Ebenfalls bereitet die Festlegung des Nachteilsausgleichs, insbesondere die Quantifizierung und die Ermittlung von Art und Umfang der Ausgleichsfähigkeit des Nachteils, in bestimmten Konstellationen Schwierigkeiten. Probleme treten regelmäßig bei Maßnahmen und Rechtsgeschäften 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 (hinreichend sicher) ermittelt werden kann, wie beispielsweise bei einem Austausch von Know-how und geschäftlichen Informationen. In diesen Fällen ist es in der Praxis schwierig, wenn nicht oftmals gar unmöglich, etwaige Nachteile bzw. korrespondierende Vorteile des abhängigen Unternehmens zu quantifizieren und auszugleichen. Dies hat zur Folge, dass derartige Maßnahmen im faktischen Konzernverhältnis nicht immer mit ausreichender rechtlicher Sicherheit möglich sind und nur mit erheblichem Prüfungs- und Dokumentationsaufwand durchgeführt werden können oder ganz zu unterbleiben haben.

Die Durchführung einer weitergehenden Kooperation und eines intensiven Informationsaustauschs ist aber erforderlich, um die angestrebten Vorteile aus einer weiteren Zusammenführung der Aktivitäten der Deutsche Wohnen-Gruppe und der Vonovia-Gruppe zu realisieren. Ohne den Abschluss eines BGAV ließen sich diese Vorteile nur unzureichend erzielen.

3. Grenzen und Beschränkungen der Zusammenarbeit auch unter dem derzeitigen Konzernkoordinationsvertrag (*Relationship Agreement*)

Der am 31. März 2022 abgeschlossene Konzernkoordinationsvertrag (*Relationship Agreement*) zwischen Vonovia und Deutsche Wohnen überwindet die Grenzen und Beschränkungen bei der Steuerung und Koordinierung von Aktivitäten im faktischen Konzernverhältnis (siehe Abschnitt C.I.2) nur bedingt.

Der Konzernkoordinationsvertrag ist eine schuldrechtliche Vereinbarung zwischen dem herrschenden Anteilseigner (Vonovia) und einem abhängigen Unternehmen (Deutsche Wohnen), die bestimmte Aspekte des faktischen Konzernverhältnisses regelt, ohne einen Vertragskonzern zu schaffen. Der Konzernkoordinationsvertrag regelt die gemeinsame Koordination in operativen wie strategischen Fragen. Durch die vertragliche Ausgestaltung des

faktischen Konzernverhältnisses können die Haftungsrisiken aus dem unionsrechtlichen Konzept der „wirtschaftlichen Einheit“ minimiert werden. Der Konzernkoordinationsvertrag soll ferner positive Verbundeffekte ermöglichen.

Das trotz des Abschlusses des Konzernkoordinationsvertrags fortbestehende faktische Konzernverhältnis zwischen Vonovia und Deutsche Wohnen setzt der Steuerung und Koordination von Aktivitäten jedoch weiterhin Grenzen (siehe Abschnitt C.I.2). Der Konzernkoordinationsvertrag muss die zentralen aktienrechtlichen Normen der §§ 76, 111, 291 ff. AktG beachten. So ist der Vorstand von Deutsche Wohnen nach § 76 Absatz 1 AktG weiterhin verpflichtet, Deutsche Wohnen in eigener Verantwortung zu leiten.

Der Konzernkoordinationsvertrag zwischen der Vonovia und Deutsche Wohnen darf die eigenständige Erfüllung der gesetzlichen Aufgaben der Gesellschaften weder ausschließen noch erschweren, wie dies etwa bei weitgehenden Zustimmungsvorbehalten zugunsten der Geschäftsleitung des herrschenden Anteilseigners der Fall wäre. Daher sind im Konzernkoordinationsvertrag – wie in der Praxis üblich – weder Weisungsrechte noch Zustimmungsvorbehalte zugunsten der Vonovia vereinbart, weil dies die Grenze zum verdeckten Beherrschungsvertrag überschreiten könnte.

4. Schaffung eines Vertragskonzerns durch Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

Diese in einem faktischen Konzernverhältnis bestehenden Schwierigkeiten werden durch den Abschluss eines BGAV vermieden, da hierdurch eine vertragliche Basis für die beabsichtigte enge Zusammenarbeit geschaffen wird. In einem Vertragskonzern finden die Bestimmungen über einen Einzelausgleich für nachteilige Rechtsgeschäfte und Maßnahmen, die vom herrschenden Unternehmen oder einem mit ihm verbundenen Unternehmen veranlasst oder in ihrem Interesse vorgenommen oder unterlassen wurden, keine Anwendung.

Insbesondere hat die herrschende Vertragspartei aufgrund der die Beherrschung betreffenden Regelungen das Recht, den Vorstand der abhängigen Gesellschaft unmittelbar anzuweisen, Maßnahmen oder Rechtsgeschäfte im Interesse der herrschenden Gesellschaft 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 konzernübergreifend effizienter einzusetzen und auch solche Kooperationsmaßnahmen umzusetzen, für welche die Quantifizierung etwaiger Nachteile und gegebenenfalls korrespondierender Vorteile nicht rechtssicher möglich ist. Geschäftsführungsmaßnahmen können damit am gemeinsamen Interesse der verbundenen Unternehmen ausgerichtet werden, ohne dass es einer aufwendigen Kontrolle jeder Einzelmaßnahme auf ihre Auswirkungen auf die abhängige Gesellschaft hin bedarf. Daneben entfällt auch der mit der Erstellung und Prüfung des Abhängigkeitsberichts verbundene Aufwand, da ein solcher in einem Vertragskonzern nicht erstellt werden muss.

Für Vonovia ermöglicht der Vertrag eine bessere Steuerung der beabsichtigten Zusammenarbeit mit der Deutsche Wohnen-Gruppe im gemeinsamen Interesse der gesamten Unternehmensgruppe. Der Vertrag wird darüber hinaus den weitestgehend unbeschränkten Informationsaustausch unter Einhaltung kapitalmarktrechtlicher Pflichten, die sich aus der weiterbestehenden Börsennotierung der Deutsche Wohnen ergeben, insbesondere solcher der

Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014, erleichtern. Insgesamt erlaubt der Vertrag es in noch größerem Umfang, als dies bisher im Rahmen des faktischen Konzernverhältnisses der Fall war, weitere Synergien zwischen Vonovia und Deutsche Wohnen zu heben. Nach Berechnungen der Vonovia beläuft sich der potenzielle Synergieeffekt jährlich auf einen mittleren einstelligen Millionenbetrag.

Der Abschluss des Vertrags erweist sich damit als geeignetes rechtliches Mittel zur Umsetzung der beabsichtigten umfassenden Kooperation der beteiligten Unternehmen, welche auch von anderen Unternehmen in vergleichbaren Fällen angewandt wird und gerade für diesen Zweck vom Gesetz vorgesehen ist.

Die Interessen von Deutsche Wohnen werden nach Abschluss des Vertrags zudem dadurch geschützt, dass das Recht zur Erteilung von Weisungen nicht grenzenlos besteht (vgl. hierzu Abschnitt D.I.1). Insbesondere darf Deutsche Wohnen nicht durch nachteilige Weisungen die Fähigkeit zur Fortexistenz genommen werden, da die gesetzlichen Bestimmungen von einem Fortbestand der abhängigen Gesellschaft auch für die Zeit nach einer etwaigen Beendigung des Vertrags ausgehen. Zudem sind nachteilige Weisungen unzulässig und lösen keine Pflicht zur Befolgung aus, wenn sie offensichtlich nicht den Belangen des herrschenden Unternehmens oder eines mit ihm oder der abhängigen Gesellschaft verbundenen Unternehmens dienen (vgl. § 308 Absatz 2 Satz 2 AktG).

Aufgrund der Kombination eines Beherrschungsvertrags mit einem Gewinnabführungsvertrag steht Vonovia ein Anspruch auf den Bilanzgewinn von Deutsche Wohnen zu. Deutsche Wohnen wird den gemäß § 301 AktG in der jeweils geltenden Fassung höchstzulässigen Betrag als ihren Gewinn abführen, d.h. nach der derzeit geltenden Fassung höchstens den ohne die Gewinnabführung entstehenden Jahresüberschuss, vermindert um den Verlustvortrag aus dem Vorjahr, um den Betrag, der nach § 300 AktG in die gesetzlichen Rücklagen einzustellen ist und um den nach § 268 Absatz 8 HGB ausschüttungsgesperren Betrag. Sind während der Dauer des Vertrags Beträge in andere Gewinnrücklagen eingestellt worden, so können diese Beträge den anderen Gewinnrücklagen entnommen und als Gewinn abgeführt werden.

Die Gewinnabführungspflicht besteht erstmals für das gesamte am 1. Januar 2025 beginnende Geschäftsjahr von Deutsche Wohnen, sofern die Hauptversammlung von Deutsche Wohnen am 23. Januar 2025 und die Hauptversammlung von Vonovia am 24. Januar 2025 dem Abschluss des Vertrags zustimmen und die Eintragung des Vertrags ins Handelsregister am Sitz von Deutsche Wohnen bis zum 31. Dezember 2025 erfolgt. Erfolgt die Eintragung nach dem 31. Dezember 2025, besteht die Gewinnabführungspflicht erstmals für das Geschäftsjahr von Deutsche Wohnen, in dem der Vertrag wirksam wird. Deutsche Wohnen erhält im Gegenzug durch den Vertrag einen Anspruch auf Verlustübernahme für den Fall, dass während der Vertragslaufzeit ein Jahresfehlbetrag von Deutsche Wohnen entstehen sollte.

Sofern die Hauptversammlung von Deutsche Wohnen am 23. Januar 2025 und die Hauptversammlung von Vonovia am 24. Januar 2025 dem Abschluss des Vertrags zustimmen und die Eintragung des Vertrags ins Handelsregister am Sitz von Deutsche Wohnen bis zum 31. Dezember 2025 erfolgt, besteht die Verlustübernahmepflicht – entsprechend der Gewinnabführungspflicht von Deutsche Wohnen – für das gesamte am 1. Januar 2025 beginnende Geschäftsjahr von Deutsche Wohnen. Anders als im Falle eines bloßen faktischen Konzernverhältnisses ist Deutsche Wohnen nach dem Abschluss des Vertrags künftig nicht

auf einen Einzelausgleich für möglicherweise durch Einflussnahme erlittene Nachteile angewiesen, sondern erhält – unabhängig von der Frage der Einflussnahme oder von sonstigen Faktoren – kraft Gesetzes einen Anspruch auf volle Verlustübernahme durch Vonovia (vgl. § 302 AktG). Aus Sicht der Vonovia und ihrer Aktionäre wird diese Verlustübernahmepflicht dadurch aufgewogen, dass der Vertrag – wie bereits erläutert – eine bessere Steuerung der beabsichtigten Zusammenarbeit mit der Deutsche Wohnen-Gruppe und damit die Hebung weiterer Synergien ermöglicht.

Für die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre bedeutet der Vertrag eine Interessensabsicherung, die im faktischen Konzernverhältnis nicht besteht. Außenstehende Deutsche Wohnen-Aktionäre erhalten einen vertraglichen Anspruch gegen Vonovia auf Zahlung eines jährlich wiederkehrenden angemessenen Ausgleichs für die Dauer des Vertrags nach § 304 AktG (dazu Abschnitt D.I.4) oder auf Erwerb ihrer Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung nach § 305 AktG (dazu Abschnitt D.I.5). Anders als eine Barabfindung ermöglicht es die nach § 305 AktG erforderliche Abfindung in Form von Vonovia-Aktien den Deutsche Wohnen-Aktionären überdies, an den wirtschaftlichen Vorteilen der in den vorstehenden Absätzen beschriebenen umfassenden Kooperation der beteiligten Unternehmen in gleicher Weise wie die Vonovia-Aktionäre zu partizipieren.

5. Zusammenfassendes Ergebnis

Die Begründung eines Vertragskonzerns zwischen Deutsche Wohnen und Vonovia festigt und erweitert die Möglichkeiten für eine engere und intensive Zusammenarbeit zwischen Deutsche Wohnen und ihrer Hauptaktionärin Vonovia. Der Vertragskonzern führt gegenüber dem derzeitigen faktischen Konzernverhältnis zur Einsparung von Kosten und zur Vermeidung von Aufwand, etwa durch den Entfall der Prüfungs- und Dokumentationspflicht für Nachteile aufgrund vorgenommener Einflussnahme. Ebenso begründet der Vertragskonzern Rechtssicherheit in der Zusammenarbeit zwischen Deutsche Wohnen und Vonovia und der Umsetzung von Organisations- und Strukturmaßnahmen. Er erlaubt größere Flexibilität im Hinblick auf die Erteilung von Weisungen und schnellere sowie effizientere Entscheidungsprozesse einschließlich deren Umsetzung. Zudem gewährt der Vertragskonzern Deutsche Wohnen als beherrschtem Unternehmen einen Anspruch auf Ausgleich eines entstandenen Jahresfehlbetrags unabhängig von der erfolgten Einflussnahme oder Höhe eines Nachteils sowie den außenstehenden Aktionären eine Sicherung in Form des angemessenen Ausgleichs oder der angemessenen Abfindung. Diese Veränderungen kommen in der Gesamtschau den Vonovia- und den Deutsche Wohnen-Aktionären in gleichem Maße zugute.

II. Steuerliche Gründe

Der Abschluss des Vertrags führt bei Vorliegen der weiteren Voraussetzungen zur Begründung einer körperschaft- und gewerbesteuerlichen Organschaft (ertragsteuerliche Organschaft) zwischen Vonovia als Organträgerin und Deutsche Wohnen als Organgesellschaft.

Das Bestehen einer ertragsteuerlichen Organschaft erfordert unter anderem, dass Vonovia an Deutsche Wohnen seit Beginn ihres Wirtschaftsjahres ununterbrochen dergestalt beteiligt ist, dass ihr die Mehrheit der Stimmrechte aus den Anteilen an der Organgesellschaft zusteht, § 14 Absatz 1 Satz 1 Nr. 1 Satz 1 Körperschaftsteuergesetz (**KStG**), und die Beteiligung ununterbrochen während der gesamten Dauer der Organschaft einer inländischen Betriebsstätte von Vonovia zuzuordnen ist, § 14 Absatz 1 Satz 1 Nr. 2 Satz 4 KStG. Zudem muss der Vertrag für eine Dauer von mindestens fünf Zeitjahren abgeschlossen sein und

während seiner gesamten Geltungsdauer tatsächlich durchgeführt werden, § 14 Absatz 1 Satz 1 Nr. 3 Satz 1 KStG.

Die ertragsteuerliche Organschaft würde erstmals ab dem 1. Januar 2025 bestehen, sofern die Hauptversammlung von Deutsche Wohnen am 23. Januar 2025 und die Hauptversammlung von Vonovia am 24. Januar 2025 dem Abschluss des Vertrags zustimmen und der Vertrag bis zum Ende des Geschäftsjahres 2025 ins Handelsregister am Sitz von Deutsche Wohnen eingetragen wird. Sollte der Vertrag zu einem späteren Zeitpunkt eingetragen werden, würde die ertragsteuerliche Organschaft ab Beginn desjenigen Wirtschaftsjahres der Deutsche Wohnen begründet, in dem die Eintragung erfolgt.

Die ertragsteuerliche Organschaft führt nicht dazu, dass die allgemeinen ertragsteuerlichen Verpflichtungen von Deutsche Wohnen entfallen. Deutsche Wohnen hat die ertragsteuerlichen Ergebnisse wie bisher nach allgemeinen Vorschriften getrennt von Vonovia zu ermitteln. Für Zwecke der Körperschaftsteuer wird das Einkommen von Deutsche Wohnen gesondert und gegenüber Vonovia und Deutsche Wohnen einheitlich und mit bindender Wirkung festgestellt. Als Folge der ertragsteuerlichen Organschaft wird jedoch ab dem Geschäftsjahr, ab dem die Organschaft erstmals besteht, das steuerpflichtige Einkommen von Deutsche Wohnen, unter Berücksichtigung von ggf. erforderlichen Korrekturen, Vonovia zugerechnet und sodann bei Vonovia besteuert. Allerdings hat Deutsche Wohnen ihr Einkommen in Höhe von derzeit 20/17 der geleisteten Ausgleichszahlungen an die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre selbst zu versteuern, § 16 KStG. Für Zwecke der Gewerbesteuer ist der Gewerbeertrag ebenfalls ungeachtet der ertragsteuerlichen Organschaft für Vonovia und Deutsche Wohnen getrennt zu ermitteln. Die Gewerbeerträge des gleichen Erhebungszeitraumes werden sodann ab dem Erhebungszeitraum, für den die ertragsteuerliche Organschaft erstmals besteht, mit ggf. erforderlichen Korrekturen zusammengerechnet und bei Vonovia besteuert.

Die Begründung der ertragsteuerlichen Organschaft führt zu einem positiven Liquiditätseffekt für Vonovia, da handelsrechtliche Gewinnabführungen von Deutsche Wohnen an Vonovia im Rahmen einer ertragsteuerlichen Organschaft im Gegensatz zu Gewinnausschüttungen nicht dem Kapitalertragsteuerabzug zuzüglich Solidaritätszuschlag unterliegen. Würde der Vertrag nicht geschlossen und der Gewinn von Deutsche Wohnen als Dividende ausgeschüttet, ergäbe sich eine Anrechnung bzw. Erstattung der Kapitalertragsteuer zuzüglich des Solidaritätszuschlags, da die Dividende bei Vonovia grundsätzlich bei der Ermittlung des Einkommens außer Ansatz bleiben sollte, § 8b Absatz 1 KStG. Diese Anrechnung bzw. Erstattung würde jedoch grundsätzlich erst im Rahmen der Körperschaftsteuerveranlagung nach Abgabe der Steuererklärung für den Veranlagungszeitraum, in dem die Dividende bezogen wurde, erfolgen. Darüber hinaus unterliegt eine handelsrechtliche Gewinnabführung im Rahmen einer ertragsteuerlichen Organschaft anders als eine Dividendenausschüttung nicht dem fiktiven 5 %-igen Betriebsausgabenabzugsverbot des § 8b Absatz 5 KStG.

Daneben führt die Begründung der ertragsteuerlichen Organschaft dazu, dass die Vonovia ihr steuerliches Ergebnis mit dem steuerlichen Ergebnis der Deutsche Wohnen verrechnen kann, sodass zwischen Finanzierungsaufwendungen und operativen Gewinnen eine Verrechnung stattfindet, die aufgrund der im Saldo niedrigeren Steuerzahlungen zu einem entsprechenden Liquiditätsvorteil führt. Eine solche Verrechnung wäre im Falle von Dividendenausschüttungen der Deutsche Wohnen an die Vonovia aufgrund der im Ergebnis 95 %-igen Steuerbefreiung nur sehr eingeschränkt möglich.

Für Zwecke der umsatzsteuerlichen Organschaft unterstreicht der BGAV die organisatorische Eingliederung der Deutsche Wohnen in die Vonovia. Die umsatzsteuerliche Organschaft beinhaltet, dass Umsätze innerhalb der Organschaft nicht umsatzsteuerbar sind.

III. Alternativen zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

Der Vorstand von Deutsche Wohnen und der Vorstand von Vonovia haben Alternativen zum Abschluss des Vertrags eingehend geprüft. Sie sind dabei zu dem Ergebnis gekommen, dass keine andere der geprüften Strukturmaßnahmen geeignet ist, die beschriebenen Ziele in gleicher oder gar vorteilhafterer Weise zu erreichen. Vor diesem Hintergrund wurden insbesondere folgende anderweitige Gestaltungsmöglichkeiten geprüft:

1. Abschluss eines isolierten Beherrschungs- bzw. eines isolierten Gewinnabführungsvertrags

Der Abschluss eines isolierten Beherrschungsvertrags zwischen Deutsche Wohnen und Vonovia wäre rechtlich zulässig. Allerdings ermöglicht ein isolierter Beherrschungsvertrag keine Gewinnabführung, würde aber dennoch eine Verpflichtung zur Verlustübernahme begründen. Die ebenfalls angestrebten steuerlichen Vorteile durch Begründung einer körperschaft- und gewerbesteuerlichen Organschaft (ertragsteuerliche Organschaft) sowie der Liquiditätsvorteil aufgrund der Gewinnabführung wären mit einem isolierten Beherrschungsvertrag nicht zu erreichen.

Der Abschluss eines isolierten Gewinnabführungsvertrags zwischen Deutsche Wohnen und Vonovia wäre rechtlich ebenfalls zulässig. Allerdings begründet ein Gewinnabführungsvertrag keine rechtliche Grundlage, die ausreichend wäre, um die beabsichtigte und umfassende Kooperation sowie den im Wesentlichen unbeschränkten Informationsaustausch zwischen der Deutsche Wohnen-Gruppe und der Vonovia-Gruppe zu erlauben. Die beabsichtigte enge Kooperation ist auf rechtssichere Weise nur möglich, wenn das derzeitige faktische Konzernverhältnis durch einen Beherrschungsvertrag auf eine vertragliche Grundlage gestellt wird, die umfassende Weisungen von Vonovia gegenüber Deutsche Wohnen erlaubt (dazu Abschnitte C.I.2, C.I.3 und C.I.4).

Die ebenfalls angestrebten Vorteile der umfassenden Zusammenarbeit ließen sich mit einem alleinigen Gewinnabführungsvertrag demnach nicht erreichen. Nur in der Kombination beider Elemente ist eine im Hinblick auf die Steuersituation und die Leitungsstrukturen optimierte Konzerngestaltung möglich.

Aus diesem Grund haben sich die Vertragsparteien für den Abschluss eines BGAV entschieden. Diese Vertragsform nimmt auf die Interessen der Deutsche Wohnen-Minderheitsaktionäre durch Ausgleichszahlung und Abfindung in angemessener Weise Rücksicht und hat sich in der aktienrechtlichen Praxis vielfach bewährt.

2. Ausschluss der Minderheitsaktionäre (Squeeze-out)

Ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre von Deutsche Wohnen nach §§ 327a ff. AktG (sog. *aktienrechtlicher Squeeze-out*) ist zum Zeitpunkt der Unterzeichnung des Vertrags nicht möglich, weil Vonovia hierfür mit mindestens 95 % am Grundkapital von Deutsche Wohnen beteiligt sein müsste.

Entsprechendes gilt für einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre von Deutsche Wohnen nach § 62 Absatz 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG nach einer vorangehenden Verschmelzung (sog. *verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out*), da dies eine Beteiligungshöhe von mindestens 90 % voraussetzt.

Ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre von Deutsche Wohnen nach §§ 39a ff. Wertpapierübernahmegesetz (sog. *übernahmerechtlicher Squeeze-out*) ist ebenfalls nicht möglich. Vonovia ist nicht mit mindestens 95 % am Grundkapital von Deutsche Wohnen beteiligt und erfüllt folglich nicht die Voraussetzungen eines übernahmerechtlichen Squeeze-out.

Selbst wenn ein Squeeze-out möglich wäre und durchgeführt würde, beseitigt die hieraus folgende Alleingesellschafterstellung von Vonovia an Deutsche Wohnen nicht die aus dem weiterhin bestehenden faktischen Konzernverhältnis folgenden Beschränkungen und Schwierigkeiten (siehe Abschnitt C.I.2), solange Deutsche Wohnen die Rechtsform einer Aktiengesellschaft oder einer Europäischen Aktiengesellschaft (*Societas Europaea*) mit Sitz in Deutschland hat. Außerdem ließen sich die mit dem BGAV verfolgten Ziele (siehe Abschnitte C.I.1 und C.I.4), insbesondere die ertragsteuerliche Organschaft (siehe Abschnitt C.II), nicht erreichen.

3. Eingliederung oder Verschmelzung

Eine Konzernintegration im Wege einer Eingliederung nach §§ 319 ff. AktG ist nicht möglich. Vonovia ist weder die Alleingesellschafterin (§ 319 Absatz 1 Satz 1 AktG) noch mit mindestens 95 % am Grundkapital von Deutsche Wohnen beteiligt (§ 320 Absatz 1 Satz 1 AktG) und erfüllt damit nicht die Voraussetzungen einer Eingliederung. Eine Verschmelzung der Vonovia auf die Deutsche Wohnen (sog. Downstream-Verschmelzung) scheidet als gleichwertige Gestaltungsalternative ebenso aus wie umgekehrt eine Verschmelzung der Deutsche Wohnen auf die Vonovia (sog. Upstream-Verschmelzung). Eine Downstream-Verschmelzung bzw. eine Upstream-Verschmelzung würde zu einem Erlöschen der Rechtspersönlichkeit der Vonovia bzw. der Deutsche Wohnen sowie einer Übertragung aller Verbindlichkeiten und Vermögensgegenstände auf die Vonovia bzw. die Deutsche Wohnen führen, was wiederum zu erheblichen grunderwerbsteuerrechtlichen Belastungen für Vonovia führen könnte. All dies ist von den Vertragsparteien nicht gewollt.

4. Formwechsel

Eine formwechselnde Umwandlung der Deutsche Wohnen in eine andere Kapitalgesellschaftsform oder eine Personengesellschaft ist auch nicht geeignet, um die mit dem Vertrag beabsichtigten Ziele zu erreichen. Zudem soll an der Unternehmensverfassung der Deutsche Wohnen als Europäischer Aktiengesellschaft (*Societas Europaea*) bis auf weiteres festgehalten werden.

Ein Formwechsel der Deutsche Wohnen in eine Kommanditgesellschaft auf Aktien würde die Anwendbarkeit der Regeln des faktischen Konzernverhältnisses und die damit gegenüber der Rechtslage im Falle eines BGAV bestehenden Nachteile unberührt lassen.

Auch nach einem Formwechsel der Deutsche Wohnen in die Rechtsform der Gesellschaft mit beschränkter Haftung oder einer Personengesellschaft müssten Weisungen im Konzerninteresse im Einzelfall daraufhin überprüft werden, ob sie für die Deutsche Wohnen nachteilig sind. 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 problematisch wäre.

Schließlich würde ein etwaiger Formwechsel der Deutsche Wohnen zusätzlichen Aufwand und zeitliche Verzögerung mit sich bringen und hätte, im Falle eines Formwechsels in die Rechtsform der Gesellschaft mit beschränkter Haftung oder Personengesellschaft, den Verlust der Börsenzulassung der Deutsche Wohnen-Aktien zur Folge. Dies würde die Handelbarkeit der Deutsche Wohnen-Aktien und damit die Interessen der außenstehenden Aktionäre der Deutsche Wohnen beeinträchtigen.

5. Zusammenfassende Ergebnisse

Der Vorstand von Deutsche Wohnen und der Vorstand von Vonovia sind nach gründlicher und sorgfältiger Prüfung zu der Auffassung gelangt, dass die beabsichtigte intensive und effiziente Zusammenarbeit zwischen der Deutsche Wohnen-Gruppe und der Vonovia-Gruppe einzig durch Abschluss eines BGAV erreicht werden kann. Lediglich durch den Abschluss eines BGAV können insbesondere die Beschränkungen des faktischen Konzernverhältnisses vermieden (siehe Abschnitt C.I) und eine körperschaft- und gewerbesteuerliche Organschaft begründet werden (siehe Abschnitt C.II).

D. Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

I. Erläuterungen des Vertragsinhalts

Nachfolgend werden die einzelnen Bestimmungen des Vertrags erläutert.

1. Leitung (§ 1 des Vertrags)

§ 1 Absatz 1 des Vertrags enthält die für einen Beherrschungsvertrag konstitutive Regelung, wonach Deutsche Wohnen als abhängiges Unternehmen die Leitung ihrer Gesellschaft Vonovia als herrschendem Unternehmen unterstellt. Vonovia ist hiernach berechtigt, dem Vorstand von Deutsche Wohnen Weisungen hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft zu erteilen (§ 1 Absatz 1 Satz 2 des Vertrags). Ungeachtet dieses Weisungsrechts handelt es sich bei Deutsche Wohnen weiterhin um ein rechtlich selbständiges Unternehmen mit eigenen Organen. Dem Vorstand von Deutsche Wohnen obliegen daher auch weiterhin die Geschäftsführung und die Vertretung der Gesellschaft. Soweit keine Weisungen erteilt werden, kann und muss der Vorstand von Deutsche Wohnen die Gesellschaft eigenverantwortlich leiten.

Der Umfang des Leitungs- und Weisungsrechts richtet sich in erster Linie nach § 308 AktG. Der Vorstand von Deutsche Wohnen ist verpflichtet, zulässige Weisungen zu befolgen (§ 1 Absatz 1 Satz 2 des Vertrags). Gemäß § 308 Absatz 1 Satz 2 AktG können auch Weisungen erteilt werden, die für Deutsche Wohnen nachteilig sind, wenn sie den Belangen von Vonovia als dem herrschenden Unternehmen oder der mit ihr und Deutsche Wohnen konzernverbundenen Unternehmen dienen. Der Vorstand von Deutsche Wohnen ist nicht berechtigt, die Befolgung einer Weisung zu verweigern, es sei denn, dass die Weisung offensichtlich nicht diesen Belangen dient (§ 308 Absatz 2 Satz 2 AktG). Der Vorstand muss unzulässige Weisungen nicht befolgen, zum Beispiel solche, deren Befolgung zwingende gesetzliche Vorschriften oder Bestimmungen der Satzung von Deutsche Wohnen verletzen würden. Weisungen, die die Existenz von Deutsche Wohnen gefährden, sind in jedem Fall unzulässig. Ein abhängiges Unternehmen ist auch dann nicht verpflichtet, Weisungen zu befolgen, wenn und solange das herrschende Unternehmen seine Verpflichtungen aufgrund des Vertrags, insbesondere zur Verlustübernahme (§ 302 AktG) und zur Zahlung des laufenden Ausgleichs sowie der Abfindung an die außenstehenden Aktionäre (§§ 304, 305 AktG),

nicht erfüllt oder zur Erfüllung dieser Verpflichtungen voraussichtlich nicht in der Lage ist (siehe zum Kündigungsrecht der abhängigen Gesellschaft Abschnitt D.I.6.4). Weiterhin können gemäß § 299 AktG Weisungen nicht erteilt werden, den Vertrag zu ändern, aufrechtzuerhalten oder zu beenden (§ 1 Absatz 1 Satz 3 des Vertrags).

Das Leitungs- und Weisungsrecht besteht nur gegenüber dem Vorstand, nicht jedoch gegenüber dem Aufsichtsrat, der Hauptversammlung oder Mitarbeitern von Deutsche Wohnen und nicht gegenüber Organen oder Mitarbeitern einer Tochtergesellschaft von Deutsche Wohnen. Wird der Vorstand von Deutsche Wohnen angewiesen, ein Geschäft vorzunehmen, das der Zustimmung des Aufsichtsrats bedarf, und stimmt der Aufsichtsrat nicht zu oder wird die Zustimmung nicht innerhalb einer angemessenen Frist erteilt, kann die Zustimmung des Aufsichtsrats nach Maßgabe von § 308 Absatz 3 Satz 2 AktG durch eine Wiederholung der Weisung ersetzt werden. Die Mitwirkungsrechte der Hauptversammlung von Deutsche Wohnen werden durch den Vertrag nicht berührt.

Eine Weisung muss in Textform i.S.v. § 126b BGB erteilt werden, wobei diese Form durch E-Mail und Fax gewahrt wird; falls eine mündliche Weisung erteilt wird, muss diese unverzüglich schriftlich nachgereicht werden, wobei auch hier diese Form durch E-Mail und Fax gewahrt wird (§ 1 Absatz 2 des Vertrags).

Das Weisungsrecht von Vonovia und die korrespondierende Folgepflicht von Deutsche Wohnen gemäß § 1 des Vertrags bestehen gemäß § 294 Absatz 2 AktG, § 6 Absatz 1 Satz 2 und Satz 3 des Vertrags erst ab dem Zeitpunkt, in dem der Vertrag durch Eintragung im Handelsregister von Deutsche Wohnen wirksam wird (siehe Abschnitt D.I.6.2).

2. Gewinnabführung (§ 2 des Vertrags)

§ 2 Absatz 1 Satz 1 des Vertrags enthält die für einen Gewinnabführungsvertrag konstitutive Bestimmung, wonach sich Deutsche Wohnen verpflichtet, während der Vertragsdauer ihren ganzen Gewinn an Vonovia abzuführen. Für den Umfang des abzuführenden Gewinns wird – vorbehaltlich einer Bildung oder Auflösung von Rücklagen nach § 2 Absatz 2 und Absatz 3 des Vertrags – in § 2 Absatz 1 Satz 2 des Vertrags auf die gesetzliche Regelung des § 301 AktG in seiner jeweils geltenden Fassung verwiesen.

Als Gewinn abzuführen ist nach der derzeitigen Fassung von § 301 AktG der ohne die Gewinnabführung entstehende Jahresüberschuss, vermindert (i) um einen etwaigen Verlustvortrag aus dem Vorjahr, (ii) um den Betrag, der nach § 300 AktG in die gesetzlichen Rücklagen einzustellen ist und (iii) den nach § 268 Absatz 8 HGB ausschüttungsgesperren Betrag. Der Betrag der zu bildenden gesetzlichen Rücklage bemisst sich nach § 300 Nr. 1 AktG und hängt von der Höhe des Grundkapitals und des Jahresüberschusses und des bereits in die gesetzliche Rücklage eingestellten Betrages ab. Gegenwärtig ist die gesetzliche Rücklage von Deutsche Wohnen in voller Höhe gebildet. Die Einstellung weiterer Beträge nach § 300 Nr. 1 AktG ist bei voll gebildeter gesetzlicher Rücklage nicht erforderlich.

Die Ausschüttungssperre nach § 268 Absatz 8 Satz 1 HGB greift ein, wenn selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens (§ 248 Absatz 2 Satz 1 HGB) in der Bilanz aktiviert werden. In diesem Fall dürfen Gewinne nur insoweit ausgeschüttet werden, als nach der Ausschüttung frei verfügbare Rücklagen zuzüglich eines Gewinnvortrags und abzüglich eines Verlustvortrags mindestens den insgesamt als selbst geschaffenen immateriellen Vermögensgegenständen aktivierten Beträgen abzüglich der hierfür gebildeten passiven latenten Steuern entsprechen. Werden in der Bilanz latente Steuern

(§ 274 Absatz 1 Satz 2 HGB) aktiviert, besteht die Ausschüttungssperre gemäß § 268 Absatz 8 Satz 2 HGB insoweit, als diese aktiven latenten Steuern die passiven latenten Steuern übersteigen.

Im Falle von Vermögensgegenständen, die dem Zugriff aller Gläubiger entzogen sind und ausschließlich der Erfüllung von Altersversorgungsverpflichtungen oder vergleichbaren langfristig fälligen Verpflichtungen dienen (§ 246 Absatz 2 Satz 2 HGB), müssen die nach der Ausschüttung frei verfügbaren Rücklagen zuzüglich eines Gewinnvortrags und abzüglich eines Verlustvortrags gemäß § 268 Absatz 8 Satz 3 HGB mindestens dem Unterschiedsbetrag zwischen der Summe der für diese Vermögensgegenstände in der Bilanz ausgewiesenen, um die hierfür gebildeten passiven latenten Steuern verminderten Zeitwerte und den Anschaffungskosten dieser Vermögensgegenstände entsprechen. Der Begriff „frei verfügbare Rücklagen“ umfasst sowohl Gewinn- als auch Kapitalrücklagen. Dementsprechend sind Gewinnrücklagen, deren Ausschüttung keine gesetzlichen oder gesellschaftsvertraglichen Vorschriften entgegenstehen, sowie die frei verfügbare Kapitalrücklage nach § 272 Absatz 2 Nr. 4 HGB bei der Ermittlung des maximalen Ausschüttungsbetrags zu berücksichtigen. Die Ausschüttungssperre dient vor allem dem Gläubigerschutz. Sie soll bewirken, dass keine höheren Gewinnausschüttungen als diejenigen zulässig sind, die auch ohne die Aktivierung der in § 268 Absatz 8 HGB bezeichneten Posten möglich gewesen wären.

Der nach § 2 Absatz 1 des Vertrags als Gewinn abzuführende Betrag vermindert sich gemäß § 2 Absatz 2 des Vertrags, wenn und soweit Deutsche Wohnen mit in Textform i.S.v. § 126b BGB erfolgter Zustimmung von Vonovia Beträge aus dem ohne die Gewinnabführung entstehenden Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen (§ 272 Absatz 3 Satz 2 HGB) einstellt. Die Zuführung zu diesen Gewinnrücklagen wird im Rahmen der ertragsteuerlichen Organschaft (siehe Abschnitt C.II) nur insoweit anerkannt, wie sie bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist (§ 14 Absatz 1 Satz 1 Nr. 4 KStG). § 2 Absatz 2 des Vertrags trägt diesem Maßstab Rechnung. Vonovia kann gemäß § 2 Absatz 3 Satz 1 des Vertrags durch Geltendmachung in Textform verlangen, dass während der Dauer des Vertrags gebildete andere Gewinnrücklagen (§ 272 Absatz 3 Satz 2 HGB) durch Deutsche Wohnen wieder aufgelöst und als Gewinn abgeführt (§ 301 Satz 2 AktG) oder zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags verwendet werden (§ 302 Absatz 1 AktG).

In § 2 Absatz 3 Satz 2 und 3 regelt der Vertrag ferner, dass sonstige Rücklagen und Gewinnvorträge aus der Zeit vor Beginn des Vertrags sowie Kapitalrücklagen weder als Gewinn abgeführt noch zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags verwendet werden dürfen. Der Begriff der „sonstigen Rücklagen“ umfasst alle Rücklagen nach § 272 HGB mit Ausnahme der anderen Gewinnrücklagen, die während der Dauer des Vertrags gebildet wurden. Demgemäß sind die gesetzlichen oder auf der Satzung beruhenden Rücklagen sowie die Kapitalrücklagen von einer vertraglichen Abführung ausgeschlossen, unabhängig davon, zu welchem Zeitpunkt (also vor oder nach Inkrafttreten des Vertrags) sie gebildet wurden. Ebenfalls ausgeschlossen ist die Abführung von Gewinnrücklagen i.S.v. § 272 Absatz 3 Satz 2 HGB, die in der Zeit vor Beginn des Vertrags gebildet worden sind. Diese Bestimmung entspricht den Vorgaben des § 301 AktG und der höchstrichterlichen Rechtsprechung zur Verwendung von Rücklagen im Rahmen eines BGAV. Stellen Vorstand und Aufsichtsrat den Jahresabschluss fest, so können sie gemäß § 58 Absatz 2 Satz 1 AktG Beträge bis zur Hälfte des Jahresüberschusses in andere Gewinnrücklagen einstellen. Sie sind darüber hinaus ermächtigt, weitere Beträge bis zur Hälfte des Jahresüberschusses in andere Gewinnrücklagen einzustellen, solange die anderen Gewinnrücklagen die Hälfte des Grundkapitals

nicht übersteigen oder soweit sie nach der Einstellung die Hälfte des Grundkapitals nicht übersteigen würden. Im Übrigen gilt § 58 Absatz 2a AktG.

Der Vertrag wird mit seiner Eintragung im Handelsregister des Sitzes von Deutsche Wohnen – mit Ausnahme des Weisungsrechts nach § 1 des Vertrags – rückwirkend ab dem Beginn des im Zeitpunkt der Eintragung laufenden Geschäftsjahres der Deutsche Wohnen wirksam (§ 294 Absatz 2 AktG, § 6 Absatz 1 Satz 2 des Vertrags). Das Weisungsrecht nach § 1 des Vertrags gilt erst mit Eintragung des Vertrags im Handelsregister des Sitzes der Deutsche Wohnen (§ 6 Absatz 1 Satz 2, Satz 3 des Vertrags). Die Verpflichtung zur Gewinnabführung gilt erstmals für den Gewinn des gesamten Geschäftsjahres, in dem der Vertrag nach § 6 Absatz 1 Satz 2 des Vertrags wirksam wird (§ 6 Absatz 1 Satz 2 und § 2 Absatz 1 des Vertrags). Erfolgt die Eintragung im Handelsregister bis zum 31. Dezember 2025, gilt die Verpflichtung zur Gewinnabführung somit für den ganzen Gewinn des Geschäftsjahres, das am 1. Januar 2025 beginnt.

Der Anspruch von Vonovia auf Gewinnabführung entsteht gemäß § 2 Absatz 4 Satz 1 des Vertrags zum Ende des entsprechenden Geschäftsjahres der Deutsche Wohnen. Gemäß § 2 Absatz 4 Satz 2 des Vertrags wird der Anspruch jeweils mit Feststellung des Jahresabschlusses für das entsprechende Geschäftsjahr fällig, für das der jeweilige Anspruch besteht. Für den Zeitraum zwischen Fälligkeit und tatsächlicher Erfüllung des Anspruchs auf Gewinnabführung werden Zinsen in Höhe von 5 % p.a. geschuldet (§§ 353 Satz 1, 352 Absatz 1 Satz 1 HGB).

3. Verlustübernahme (§ 3 des Vertrags)

§ 3 Absatz 1 des Vertrags regelt die Verpflichtung von Vonovia zur Übernahme der Verluste von Deutsche Wohnen gemäß § 302 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung. Das bedeutet, dass Vonovia 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 Absatz 3 Satz 2 HGB) Beträge entnommen werden, die während der Dauer des Vertrags in diese eingestellt wurden.

Die Verlustübernahmeverpflichtung gewährleistet, dass sich das zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Vertrags vorhandene bilanzielle Eigenkapital von Deutsche Wohnen während der Vertragsdauer nicht vermindert. Diese Verlustübernahmepflicht dient damit der Sicherung der vermögensrechtlichen Interessen von Deutsche Wohnen, ihrer Aktionäre und ihrer Gläubiger während der Vertragslaufzeit.

Die Verpflichtung zur Verlustübernahme gilt gemäß § 3 Absatz 1 des Vertrags erstmals für das im Zeitpunkt der Eintragung des Vertrags im Handelsregister der Deutsche Wohnen laufende Geschäftsjahr. Bei einer Eintragung des Vertrags bis zum 31. Dezember 2025 besteht die Verpflichtung also für einen etwaigen Verlust aus dem Geschäftsjahr von Deutsche Wohnen, das am 1. Januar 2025 beginnt. Die Verpflichtung zur Verlustübernahme wird gemäß § 3 Absatz 2 des Vertrags jeweils am Ende eines Geschäftsjahres von Deutsche Wohnen fällig. Für den Zeitraum zwischen Fälligkeit und tatsächlicher Erfüllung des Anspruchs auf Verlustübernahme werden Zinsen in Höhe von 5 % p.a. geschuldet (§§ 353 Satz 1, 352 Absatz 1 Satz 1 HGB).

Nach der derzeit geltenden Fassung des § 302 Absatz 4 AktG verjährt der Anspruch von Deutsche Wohnen auf Ausgleich eines Jahresfehlbetrags in zehn Jahren seit dem Tag, an

dem die Eintragung der Beendigung dieses Vertrags in das Handelsregister des Sitzes von Deutsche Wohnen nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist.

4. Ausgleichszahlung (§ 4 des Vertrags)

Mit Wirksamwerden des Vertrags entsteht gemäß § 304 Absatz 1 AktG eine Pflicht zur Gewährung eines angemessenen Ausgleichs zugunsten der außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre. Zur Erfüllung dieser Pflicht verpflichtet sich Vonovia gegenüber den außenstehenden Aktionären zu einer Ausgleichszahlung (**Ausgleichszahlung**, § 4 Absatz 1 des Vertrags).

Nach Wirksamwerden der Verpflichtung zur Gewinnabführung gemäß § 2 des Vertrags, also erstmals für das Geschäftsjahr von Deutsche Wohnen, in dem der Vertrag in das Handelsregister von Deutsche Wohnen eingetragen wird, wird bei Deutsche Wohnen grundsätzlich für das entsprechende und die folgenden Geschäftsjahre kein Jahresüberschuss mehr ausgewiesen. Ab diesem Zeitpunkt entfällt – abgesehen von einer Beschlussfassung im Fall der Auflösung von vorvertraglich gebildeten Rücklagen – das Recht der Aktionäre der Deutsche Wohnen, über die Verwendung eines entstehenden Bilanzgewinns zu entscheiden. Als Kompensation für den Verlust des Dividendenanspruchs ist die in § 4 Absatz 1 des Vertrags geregelte Verpflichtung von Vonovia zur Gewährung einer angemessenen Ausgleichszahlung an die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre vorgesehen. Diese Pflicht zur Ausgleichszahlung besteht ab dem Geschäftsjahr von Deutsche Wohnen, für das der Anspruch auf Gewinnabführung von Vonovia gemäß § 2 des Vertrags wirksam wird, für die Dauer des Vertrags (§ 4 Absatz 1 des Vertrags). Die Ausgleichszahlung ist am ersten Bankarbeitstag nach der ordentlichen Hauptversammlung von Deutsche Wohnen für das abgelaufene Geschäftsjahr, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf dieses Geschäftsjahres von Deutsche Wohnen fällig (§ 4 Absatz 3 des Vertrags).

4.1 Art der Ausgleichsregelung

(i) Rechtliche Grundlagen

Ein BGAV muss für die außenstehenden Aktionäre der abhängigen Gesellschaft, hier der Deutsche Wohnen, eine angemessene Ausgleichszahlung vorsehen (§ 304 Absatz 1 Satz 1 AktG). Die Ausgleichszahlung muss in einer auf jede Aktie der außenstehenden Aktionäre bezogenen wiederkehrenden Geldleistung bestehen (§ 304 Absatz 1 Satz 1 AktG). Das Aktiengesetz unterscheidet zwei Arten der Ausgleichszahlung (siehe nachfolgend unter (a) und (b)).

(ii) Fester Ausgleich

Beim festen Ausgleich wird die jährlich wiederkehrende Zahlung eines festen Geldbetrags zugesichert. Die Höhe des festen Ausgleichs hat dem Betrag zu entsprechen, der nach der bisherigen Ertragslage des abhängigen Unternehmens und seiner zukünftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil, d.h. als handelsrechtlich ausschüttungsfähiger Gewinn, auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte (§ 304 Absatz 2 Satz 1 AktG).

(iii) Variabler Ausgleich

Beim variablen Ausgleich wird ein am Gewinn des herrschenden Unternehmens orientierter Ausgleich zugesichert. Dies ist nur möglich, sofern das herrschende Unternehmen eine

deutsche Aktiengesellschaft, eine Kommanditgesellschaft auf Aktien oder eine Europäische Aktiengesellschaft (*Societas Europaea*) mit Sitz in Deutschland ist. Der variable Ausgleich muss dann mindestens dem Betrag entsprechen, der unter Herstellung eines angemessenen Umrechnungsverhältnisses auf die Aktien des herrschenden Unternehmens jeweils als Gewinnanteil entfällt (§ 304 Absatz 2 Sätze 2 und 3 AktG).

(iv) Gründe für die Bestimmung eines festen Ausgleichs

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

4.2 Bestimmung des Ausgleichs als Bruttozahlung, Höhe des Ausgleichs

Nach § 4 Absatz 1 des Vertrags garantiert Vonovia den außenstehenden Aktionären von Deutsche Wohnen für die Dauer des Vertrags eine jährliche Ausgleichszahlung. Die Höhe sowie die Ermittlung der angemessenen Ausgleichszahlung sind im Folgenden sowie in Abschnitt E.III näher erläutert und begründet.

(i) Höhe des Ausgleichs

§ 4 Absatz 1 und Absatz 2 des Vertrags sehen, erstmalig für das im Zeitpunkt der Eintragung des BGAV im Handelsregister der Deutsche Wohnen laufende Geschäftsjahr, für die Dauer des Vertrags die Zahlung einer jährlichen Ausgleichszahlung in Höhe von EUR 1,03 je Deutsche Wohnen-Aktie vor. Dieser Betrag ist aus dem im Bruttoausgleichsbetrag enthaltenen Gewinnanteil von EUR 1,22 je Stückaktie (Aktien ohne Nennbetrag) aus körperschaftsteuerlich belasteten Gewinnen der Deutsche Wohnen unter Berücksichtigung des jeweils für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Körperschaftsteuersatzes zu ermitteln. Der zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses geltende Körperschaftsteuersatz inklusive Solidaritätszuschlag beträgt 15,825 %; hieraus resultiert ein körperschaftsteuerlicher Abzugsbetrag vom mit Körperschaftsteuer zu belastenden Gewinnanteil von EUR 0,19. Die Ausgleichszahlung wird jährlich in voller Höhe fällig, da ab Wirksamkeit der Gewinnabführungsverpflichtung kein Bilanzgewinn mehr ausgewiesen wird und das Recht der Deutsche Wohnen-Aktionäre, über die Verwendung des Bilanzgewinns zu entscheiden, entfällt. Klargestellt wurde in § 4 Absatz 2 Satz 4 des Vertrags, dass, soweit gesetzlich vorgeschrieben, anfallende Quellensteuern (etwa Kapitalertragsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag) von dem Nettoausgleichsbetrag einbehalten werden.

(ii) Anpassungsmechanismus des Ausgleichs

Bei der Bestimmung des Ausgleichs haben die Vertragsparteien die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (**BGH**) (Beschluss vom 21. Juli 2003, Az. II ZB 17/01 – „Ytong“) berücksichtigt. In diesem Beschluss hat der BGH entschieden, dass als Ausgleich i.S.v. § 304 Absatz 1 Satz 1 und 2, Absatz 2 Satz 1 AktG den außenstehenden Aktionären im Ausgangspunkt der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche 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 im Zeitpunkt des Bewertungsstichtags maßgeblichen Satz nicht zu einem ungerechtfertigten Vorteil des anderen Vertragsteils (der herrschenden Gesellschaft) auf Kosten der außenstehenden Aktionäre der beherrschten Gesellschaft führt. Umgekehrt soll dadurch auch vermieden werden, dass die Ausgleichsregelung im Falle einer Steuererhöhung zu einem ungerechtfertigten Vorteil der außenstehenden Aktionäre der beherrschten Gesellschaft auf Kosten des anderen Vertragsteils (der herrschenden Gesellschaft) führt. Diese Grundsätze sind auch für den als Ergänzungsabgabe zur Körperschaftsteuer erhobenen Solidaritätszuschlag entsprechend anzuwenden.

Auf dieser Grundlage ist als fester Ausgleich in Form der Ausgleichszahlung ein voraussichtlicher Bruttogewinnanteil je Deutsche Wohnen-Aktie vorzusehen (**Bruttoausgleichsbetrag¹**), von dem Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag nach dem für das jeweilige Geschäftsjahr jeweils geltenden Satz abzusetzen ist (**Nettoausgleichsbetrag²**). Hiermit wird eine variable Regelung geschaffen, die im Fall der Änderung des Körperschaftsteuersatzes bzw. des Solidaritätszuschlages unmittelbar eine entsprechende Anpassung des Nettoausgleichsbetrags zur Folge hat. Allerdings ist der Abzug von Kapitalertragsteuer und Solidaritätszuschlag nur auf denjenigen in dem Bruttoausgleichsbetrag enthaltenen Teilbetrag vorzunehmen, der sich auf die der deutschen Körperschaftsteuer unterliegenden Gewinne bezieht, bei der Deutsche Wohnen also auf 100 % aller Gewinne.

Entsprechend des am Tag der Unterzeichnung des Vertragsberichts geltenden Körperschaftsteuersatzes von 15 % und des darauf zu berechnenden Solidaritätszuschlages von 5,5 % sind von dem Bruttoausgleichsbetrag in Höhe von EUR 1,22 je Deutsche Wohnen-Aktie insgesamt EUR 0,19 je Deutsche Wohnen-Aktie abzuziehen. Daraus ergibt sich ein Nettoausgleichsbetrag von EUR 1,03 je Deutsche Wohnen-Aktie für ein volles Geschäftsjahr.

Der Mechanismus zur Anpassung des Ausgleichs aufgrund Änderungen des Steuersatzes kann wie folgt beispielhaft illustriert werden: Wird der Körperschaftsteuersatz von 15 % um zwei Prozentpunkte auf 13 % gesenkt, führt die in § 4 Absatz 2 des Vertrags vorgesehene variable Regelung dazu, dass sich der Abzug für Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag von derzeit EUR 0,19 je Deutsche Wohnen-Aktie um EUR 0,02 (2,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag, zusammen 2,11 % auf den in dem Bruttoausgleichsbetrag enthaltenen Teilbetrag, der sich auf die mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinne bezieht, bei der Deutsche Wohnen also auf 100 % aller Gewinne) auf EUR 0,17 reduziert. Dadurch erhöht sich der Nettoausgleichsbetrag, den jeder außenstehende Deutsche

¹ In der gutachtlichen Stellungnahme der RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart, vom 14. Dezember 2024 über die Ermittlung der Unternehmenswerte der Vonovia SE, Bochum und der Deutsche Wohnen SE, Berlin, des Umtauschverhältnisses und der Ausgleichszahlung zum 23. Januar 2025 als "Bruttogewinnanteil" bezeichnet.

² In der gutachtlichen Stellungnahme der RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart, vom 14. Dezember 2024 über die Ermittlung der Unternehmenswerte der Vonovia SE, Bochum und der Deutsche Wohnen SE, Berlin, des Umtauschverhältnisses und der Ausgleichszahlung zum 23. Januar 2025 als "Ausgleichszahlung" bezeichnet.

Wohnen-Aktionär erhält, von EUR 1,03 je Deutsche Wohnen-Aktie um EUR 0,02 auf EUR 1,05. Umgekehrt führt eine Erhöhung des Körperschaftsteuersatzes um zwei Prozentpunkte auf 17 % zu einer Reduzierung des Nettoausgleichsbetrags von EUR 1,03 je Deutsche Wohnen-Aktie um EUR 0,03 auf EUR 1,00.

4.3 Sonstige Erläuterungen zu § 4 des Vertrags

Die Ausgleichszahlung wird erstmals für das im Zeitpunkt der Eintragung des Vertrags im Handelsregister der Deutsche Wohnen laufende Geschäftsjahr geleistet (§ 4 Absatz 1 des Vertrags). Wenn der Vertrag bis zum 31. Dezember 2025 eingetragen (und somit wirksam) wird, besteht die Verpflichtung zur Gewinnabführung für das Geschäftsjahr von Deutsche Wohnen, das am 1. Januar 2025 beginnt. Wenn der Vertrag erst in einem späteren Geschäftsjahr eingetragen (und somit wirksam) wird, gilt die Verpflichtung zur Gewinnabführung erst ab dem betreffenden späteren Geschäftsjahr.

Ab Wirksamwerden der Gewinnabführung gemäß § 2 des Vertrags haben die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre keinen Anspruch auf eine Dividende, sofern nicht aus Rücklagen oder einem Gewinnvortrag aus der Zeit vor Beginn des Vertrags ein Bilanzgewinn gebildet wird und die Hauptversammlung eine Ausschüttung beschließt.

Falls der Vertrag im Laufe eines Geschäftsjahres von Deutsche Wohnen endet oder ein Ausgleich für ein weniger als zwölf Monate dauerndes Rumpfgeschäftsjahr zu leisten ist, vermindert sich der Ausgleich für dieses Geschäftsjahr zeitanteilig (§ 4 Absatz 4 des Vertrags). Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass der festgesetzte Betrag des Ausgleichs auf einen Zeitraum von zwölf Monaten, also ein volles Geschäftsjahr, bemessen ist.

§ 4 Absatz 3 des Vertrags regelt die Fälligkeit der Ausgleichszahlung. Die von Vonovia zu zahlende Ausgleichszahlung ist jeweils am ersten Bankarbeitstag nach der ordentlichen Hauptversammlung von Deutsche Wohnen für das jeweilige abgelaufene Geschäftsjahr fällig, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf des Geschäftsjahres. Diese von den Parteien gewählte Regelung ist üblich und sachgerecht. Sie findet ihre Rechtfertigung darin, dass der Ausgleich nach höchstrichterlicher Rechtsprechung der Ersatz für die infolge der Gewinnabführung ausgefallene Dividende des abhängigen Unternehmens ist. Folgerichtig wird die Ausgleichszahlung nach der von den Vertragsparteien gewählten Regelung sogar früher fällig als der bisherige Dividendenanspruch der Aktionäre der Deutsche Wohnen, der ansonsten erst am dritten auf den Hauptversammlungsbeschluss folgenden Geschäftstag fällig wäre (vgl. § 58 Absatz 4 Satz 2 AktG).

§ 4 Absatz 5 des Vertrags zielt auf die Anpassung der Ausgleichszahlung im Falle von Kapitalmaßnahmen der Deutsche Wohnen ab. Eine solche Anpassung ist beispielsweise geboten, soweit bei einer Kapitalerhöhung der Deutsche Wohnen aus Gesellschaftsmitteln neue Deutsche Wohnen-Aktien ausgegeben werden. Dann vermindert sich die Ausgleichszahlung je Deutsche Wohnen-Aktie in dem Umfang der ausgegebenen Aktien, so dass der Gesamtbetrag der Ausgleichszahlung unberührt bleibt. Die durch eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln bedingte Erhöhung der Anzahl der Deutsche Wohnen-Aktien, die ein außenstehender Deutsche Wohnen-Aktionär hält, lässt also in diesem Fall den Gesamtbetrag der Ausgleichszahlung, auf die dieser Deutsche Wohnen-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 des Unternehmens hat, und weil die neuen Deutsche Wohnen-Aktien aus der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln ohne Gegenleistung an

die Deutsche Wohnen-Aktionäre ausgegeben werden. Dies entspricht im Übrigen auch der gesetzlichen Regelung des § 216 Absatz 3 AktG, wonach der wirtschaftliche Inhalt vertraglicher Beziehungen der Gesellschaft zu Dritten durch die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln nicht berührt wird. Wenn im Rahmen einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln keine neuen Deutsche Wohnen-Aktien ausgegeben werden, ist eine Anpassung der Ausgleichszahlung nicht erforderlich.

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

§ 4 Absatz 6 des Vertrags dient dem Schutz und der Gleichbehandlung aller außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre. Macht ein Deutsche Wohnen-Aktionär geltend, dass der angebotene Ausgleich zu gering bemessen ist, kann er bei dem hierfür zuständigen Gericht in einem Spruchverfahren nach §§ 1 ff. Spruchverfahrensgesetz (*SpruchG*) beantragen, dass das Gericht die angemessene Ausgleichszahlung bestimmt. Die Bestimmung in § 4 Absatz 6 des Vertrags gewährt allen außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionären für den Fall eines etwaigen Spruchverfahrens einen Anspruch auf Ergänzung des Ausgleichs, wenn das Gericht rechtskräftig einen höheren Ausgleich festsetzt, soweit gesetzlich vorgesehen. Diese Ansprüche bestehen auch für diejenigen Deutsche Wohnen-Aktionäre, die zwischenzeitlich das Abfindungsangebot gemäß § 5 des Vertrags angenommen haben.

5. Abfindung (§ 5 des Vertrags)

5.1 Art der Abfindungsleistung

Neben der Verpflichtung zur Gewährung der Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG muss der Vertrag eine Verpflichtung von Vonovia enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionärs dessen Deutsche Wohnen-Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben (§ 305 Absatz 1 AktG).

Nach § 305 Absatz 2 Nr. 1 AktG muss ein BGAV 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 Vonovia eine nicht abhängige und nicht in Mehrheitsbesitz stehende Europäische Aktiengesellschaft (*Societas Europaea*) mit Sitz in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union ist, bietet sie den außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionären, die anlässlich des Vertrags ausscheiden wollen, entsprechend dieser gesetzlichen Regelung gemäß § 5 Absatz 1 des Vertrags eine Abfindung in Aktien der Vonovia an.

Die für das Abfindungsangebot erforderlichen neuen Aktien der Vonovia (*Abfindungsaktien*) werden im Rahmen einer Kapitalerhöhung der Vonovia aus bedingtem Kapital gegen Einlage der im Rahmen des Abfindungsangebots eingereichten Deutsche Wohnen-Aktien geschaffen und ausgegeben sowie zum Wertpapierhandel an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen.

Zu diesem Zweck schlagen Vorstand und Aufsichtsrat der Vonovia gemäß Hauptversammlungseinladung vom heutigen Tage der außerordentlichen Hauptversammlung vom 24. Januar 2025 vor, das Grundkapital der Vonovia um bis zu EUR 55.000.000,00 durch Ausgabe von bis zu 55.000.000 neuen, auf den Namen lautenden Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der Vonovia von jeweils EUR 1,00 bedingt zu erhöhen. Die bedingte Kapitalerhöhung dient dem Zweck der Gewährung einer Abfindung in Aktien der Vonovia an die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre gemäß den Bestimmungen des Vertrags zu dem in § 5 Absatz 1 des Vertrags bestimmten bzw. einem gemäß § 5 Absatz 4 oder § 5 Absatz 6 des Vertrags angepassten Umtauschverhältnis.

Soweit im Rahmen eines nach § 5 Absatz 1 des Vertrags durchgeführten Ausgleichs für Teilrechte auf neue Aktien der Vonovia an einem Liefertermin trotz Zusammenlegung keine vollen Aktienrechte entstehen, werden die übrigen Teilrechte in bar ausgeglichen (vgl. im Detail Abschnitt D.I.5.2).

In Bezug auf die Dividendenberechtigung der neuen Aktien ist für den Fall, dass außenstehende Deutsche Wohnen-Aktionäre ihre Deutsche Wohnen-Aktien vor Bezug einer Dividende oder Ausgleichszahlung auf ihre Deutsche Wohnen-Aktien für das Geschäftsjahr 2025 bzw. für nachfolgende Geschäftsjahre in Aktien der Vonovia tauschen, vorgesehen, ihnen – soweit rechtlich und tatsächlich möglich – jeweils Aktien der Vonovia zu gewähren, die von dem Beginn des letzten abgelaufenen Geschäftsjahrs vor ihrer Entstehung am Gewinn teilnehmen. Für den Fall, dass Deutsche Wohnen-Aktionäre ihre Deutsche Wohnen-Aktien nach Bezug einer Dividende oder Ausgleichszahlung auf ihre Deutsche Wohnen-Aktien für das Geschäftsjahr 2025 bzw. für nachfolgende Geschäftsjahre in Aktien der Vonovia tauschen oder soweit eine Gewährung von Aktien mit einer Gewinnberechtigung entsprechend dem vorangegangenen Satz rechtlich oder tatsächlich nicht möglich ist, ist vorgesehen, ihnen jeweils Aktien der Vonovia zu gewähren, die von dem Beginn des Geschäftsjahrs an, in dem sie entstehen, am Gewinn teilnehmen.

5.2 Höhe der Abfindung

Vonovia bietet den außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionären, die aus Anlass des Vertrags aus der Gesellschaft ausscheiden möchten, gemäß § 305 Absatz 1, Absatz 2 Nr. 1 AktG eine Abfindung in Aktien der Vonovia an. Im Rahmen dieser Abfindung erhalten die Aktionäre der Deutsche Wohnen für jede Deutsche Wohnen-Aktien 0,7947 neue auf den Namen lautende Stückaktien der Vonovia mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils EUR 1,00 (§ 5 Absatz 1 des Vertrags). Die Abfindung kann sich möglicherweise erhöhen, sofern eine solche höhere Abfindung in einem Spruchverfahren gerichtlich oder auf andere Weise bestimmt wird. Einzelheiten zur Höhe und Ermittlung der angemessenen Abfindung in Aktien sind in Abschnitt E.II und zu einer möglichen Erhöhung der Abfindung im Abschnitt D.I.5.5 erläutert. Weitere Hinweise zu den Rechtsschutzmöglichkeiten der Vonovia-Aktionäre finden sich in Abschnitt D.III.2.3.

5.3 Ausgleich für Spitzenbeträge

§ 305 Absatz 3 Satz 1 AktG bestimmt, dass Spitzenbeträge in bar ausgeglichen werden können. § 5 Absatz 2 des Vertrags konkretisiert diese gesetzliche Vorschrift dahingehend, dass für einen Barausgleich zunächst für sämtliche Aktien, die an einem Liefertermin ausgegeben werden, auf einzelne Aktionäre entfallende Aktienteilrechte zu vollen Aktienrechten zusammengelegt und die daraus bezogenen Aktien der Vonovia börslich veräußert werden; die Inhaber von Aktienteilrechten erhalten einen Barausgleich durch Gutschrift des ihrem

Aktienrecht entsprechenden Anteils an dem jeweiligen Veräußerungserlös. Soweit nach Zusammenlegung von Aktienrechten weiterhin Aktienrechte bestehen, hat gemäß § 5 Absatz 2 Satz 2 des Vertrags ein Barausgleich in Höhe des anteiligen Schlusskurses der Aktie der Vonovia im XETRA-Handel (oder einem entsprechenden Nachfolgesystem) an der Frankfurter Wertpapierbörse zwei Tage vor der jeweiligen Gutschrift des Barausgleichs zu erfolgen. Die vereinbarte Art der Berechnung des Barausgleichs hat für die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre den Vorteil, dass ihnen auch in Bezug auf ihre nach Zusammenlegung noch fortbestehenden Aktienrechte eine Abfindung in Höhe des im Zeitpunkt der Andienung bestehenden Gegenwerts gewährt wird. Auf diesem Weg wird eine Gleichbehandlung aller außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre sichergestellt, deren Aktienrechte zu einem bestimmten Liefertermin ausgeglichen werden.

5.4 Frist zur Annahme des Abfindungsangebots

Die Verpflichtung der Vonovia zum Erwerb der von den außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionären gehaltenen Deutsche Wohnen-Aktien gegen Abfindung ist gemäß § 5 Absatz 3 des Vertrags befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens des BGAV im Handelsregister des Sitzes der Deutsche Wohnen nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Zur Wahrung der Frist genügt der rechtzeitige Zugang der Annahmeerklärung bei der Vonovia. Die Befristung des Abfindungsangebots ist gemäß § 305 Absatz 4 Satz 1 AktG zugelassen und in der Praxis üblich. Die Regelung einer Zweimonatsfrist entspricht der gesetzlichen Regelung nach § 305 Absatz 4 Satz 1 AktG. Die Rechte der außenstehenden Aktionäre nach § 305 Absatz 4 Satz 3 AktG bleiben unberührt (siehe sogleich).

Nach den derzeitigen rechtlichen Vorgaben können außenstehende Deutsche Wohnen-Aktionäre gemäß § 4 Absatz 1 Nr. 2 SpruchG innerhalb von drei Monaten nach dem Tag, an dem die Eintragung des Vertrags im Handelsregister des Sitzes der Deutsche Wohnen nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist, einen Antrag auf gerichtliche Entscheidung über die zu gewährende Abfindung stellen. § 305 Absatz 4 Satz 3 AktG bestimmt, dass die Frist zum Tausch von Aktien der beherrschten Gesellschaft gegen Aktien der herrschenden Gesellschaft im Falle eines Antrags auf gerichtliche Bestimmung der Ausgleichsleistungen oder der Abfindung frühestens zwei Monate nach dem Tag endet, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag eines Aktionärs im Bundesanzeiger bekannt gemacht worden ist. § 5 Absatz 3 Satz 2 und Satz 3 des Vertrags stellen klar, dass diese gesetzliche Regelung uneingeschränkt gilt. Wenn ein Spruchverfahren eingeleitet wird, können die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre ihre Aktien bis zum Ablauf von zwei Monaten nach dem Tag, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag eines außenstehenden Aktionärs der Deutsche Wohnen im Bundesanzeiger bekannt gemacht worden ist, andienen und gegen Aktien der Vonovia tauschen. Weitere Hinweise zu den Rechtsschutzmöglichkeiten der Vonovia-Aktionäre finden sich in Abschnitt D.III.2.3.

Die Erklärung der außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre, das Abfindungsangebot in Aktien der Vonovia 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.

5.5 Sonstige Erläuterungen zu § 5 des Vertrags

§ 5 Absatz 4 des Vertrags sieht vor, dass das Umtauschverhältnis im Fall der Durchführung von Kapitalmaßnahmen, die innerhalb der Fristen nach § 5 Absatz 3 des Vertrags zum Umtausch der Deutsche Wohnen-Aktien in Vonovia-Aktien durch die Deutsche Wohnen oder die Vonovia erfolgen, im gesetzlich gebotenen Rahmen anzupassen ist. Eine solche Anpassung könnte beispielsweise rechtlich geboten sein, wenn die Vonovia eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien durchführt, sowie ebenso in bestimmten Fällen der Bezugsrechtskapitalerhöhung. Eine Anpassung des Umtauschverhältnisses kann auch in bestimmten Fällen der Kapitalherabsetzung durch die Vonovia oder die Deutsche Wohnen rechtlich geboten sein.

Gemäß § 5 Absatz 5 des Vertrags ist die Annahme des Abfindungsangebots für die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre kostenfrei, sofern sie über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen. Dadurch wird sichergestellt, dass die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre nicht mit Spesen, Provisionen oder sonstigen Bearbeitungsgebühren der Banken belastet werden. Davon unberührt bleiben Steuern, die auf einen etwaigen Veräußerungsgewinn bei einem außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionär anfallen. Diese sind von dem jeweiligen außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionär selbst zu tragen. Zu den steuerlichen Auswirkungen für die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre wird auf Abschnitt D.IV.3 verwiesen.

§ 5 Absatz 6 des Vertrags dient wiederum dem Schutz und der gleichmäßigen Behandlung aller außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre. Die Bestimmung gewährt allen außenstehenden Aktionären der Deutsche Wohnen für den Fall eines etwaigen Spruchverfahrens nach §§ 1 ff. SpruchG einen Anspruch auf Ergänzung der Abfindung, wenn das Gericht rechtskräftig eine höhere Abfindung festsetzt. Dieser Anspruch besteht auch dann, wenn der außenstehende Aktionär der Deutsche Wohnen bereits abgefunden worden ist.

Der Vertrag kann nach Maßgabe von § 6 Absatz 2 bis 4 des Vertrags gekündigt werden. Erfolgt die Kündigung zu einem Zeitpunkt, zu dem die Frist für die Annahme des Abfindungsangebots nach § 5 Absatz 2 des Vertrags abgelaufen ist, ist Vonovia nach § 5 Absatz 7 des Vertrags verpflichtet, auf Verlangen eines jeden dann vorhandenen außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionärs dessen Deutsche Wohnen-Aktien gegen Gewährung von auf den Namen lautenden Stückaktien (Aktien ohne Nennbetrag) mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der Organträgerin von jeweils EUR 1,00 zu dem in § 5 Absatz 1 des Vertrags genannten Umtauschverhältnis zu erwerben. Wird die Abfindung nach § 5 Absatz 1 des Vertrags für jede Deutsche Wohnen-Aktie durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren erhöht, ist Vonovia verpflichtet, die von dem außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionär angebotenen Deutsche Wohnen-Aktien zu dem im Spruchverfahren festgesetzten Umtauschverhältnis zu erwerben. Durch diese Erwerbspflicht wird den außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionären, die sich zunächst dafür entscheiden, das Abfindungsangebot von Vonovia nicht anzunehmen, sondern Deutsche Wohnen-Aktionär zu bleiben und die Ausgleichszahlung zu erhalten, ein zusätzlicher Schutz gewährt. Eine gesetzliche Verpflichtung für ein solches erneutes Abfindungsangebot im Falle der Kündigung eines BGAV besteht nicht.

Auch diese erneute Erwerbspflicht der Vonovia ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung der Beendigung des Vertrags im Handelsregister der Deutsche Wohnen nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Auch der Erwerb der Vonovia-Aktien gemäß § 5 Absatz 7 ist für die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre

kostenfrei, sofern sie über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen, wie sich aus der entsprechenden Anwendung von § 5 Absatz 5 ergibt. Die entsprechende Anwendung von § 5 Absatz 4 trägt möglichen Kapitalmaßnahmen der Vonovia oder der Deutsche Wohnen Rechnung (vgl. oben und Abschnitt D.I.4.3). Die vorgenannte Erwerbspflicht kommt sowohl bei einer Kündigung durch Vonovia als auch bei einer Kündigung durch die Deutsche Wohnen zur Anwendung. Dabei ist zu beachten, dass eine ordentliche Kündigung des Vertrags gemäß § 6 Absatz 3 erstmals nach Ablauf der Mindestlaufzeit (also erstmals zum Ende des Geschäftsjahres der Deutsche Wohnen, mit dessen Ablauf die steuerliche Mindestlaufzeit im Sinne des § 14 Absatz 1 Satz 1 Nr. 3 i.V.m. § 17 KStG, § 2 Absatz 2 Satz 2 Gewerbesteuergesetz (*GewStG*) in der jeweils gültigen Fassung erfüllt ist, d.h. nach derzeitiger Rechtslage fünf Zeitjahre) möglich ist.

6. Wirksamwerden und Dauer (§ 6 des Vertrags)

6.1 Wirksamwerden

In Übereinstimmung mit den gesetzlichen Zustimmungserfordernissen gemäß § 293 AktG bestimmt § 6 Absatz 1 Satz 1 des Vertrags, dass der Vertrag zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Hauptversammlung von Vonovia sowie der Hauptversammlung der Deutsche Wohnen bedarf. Die Hauptversammlung der Deutsche Wohnen soll dem Vertrag am 23. Januar 2025 zustimmen. Die Hauptversammlung der Vonovia soll über die Zustimmung zu dem Vertrag am 24. Januar 2025 Beschluss fassen.

Aufgrund der gesetzlichen Anordnung des § 294 Absatz 2 AktG ist ferner vorgesehen, dass der Vertrag erst mit seiner Eintragung in das Handelsregister am Sitz von Deutsche Wohnen wirksam wird (§ 6 Absatz 1 Satz 2 des Vertrags).

6.2 Beginn der Vertragslaufzeit

(i) Wirksamwerden des Leitungs- und Weisungsrechts gemäß § 1 des Vertrags

Das Leitungs- und Weisungsrecht gemäß § 1 des Vertrags gilt ab dem Zeitpunkt, in dem der Vertrag durch Eintragung in das Handelsregister am Sitz der Deutsche Wohnen wirksam wird.

(ii) Wirksamwerden der Gewinnabführungsverpflichtung gemäß § 2 des Vertrags

Die Gewinnabführungsverpflichtung gilt gemäß § 2 des Vertrags erstmalig für den gesamten Gewinn des im Zeitpunkt der Eintragung des Vertrags im Handelsregister der Deutsche Wohnen laufenden Geschäftsjahres. Erfolgt die Eintragung im Handelsregister bis zum 31. Dezember 2025, gilt die Verpflichtung zur Gewinnabführung somit für den ganzen Gewinn des Geschäftsjahres, das am 1. Januar 2025 beginnt. Der Vertrag beansprucht dann hinsichtlich der Gewinnabführungsverpflichtung rückwirkend Geltung für den zum Zeitpunkt der Eintragung in das Handelsregister bereits abgelaufenen Teil des Geschäftsjahres.

Wird der Vertrag erst in einem späteren Geschäftsjahr als dem am 1. Januar 2025 beginnenden Geschäftsjahr von Deutsche Wohnen wirksam, etwa weil sich wegen einer Anfechtung des Zustimmungsbeschlusses der Hauptversammlung von Deutsche Wohnen oder Vonovia die Eintragung verzögert, gilt die Pflicht zur Gewinnabführung ab dem Beginn dieses späteren Geschäftsjahres, in dem der Vertrag wirksam wird.

- (iii) Wirksamwerden der Verlustübernahmeverpflichtung gemäß § 3 des Vertrags

Die Verlustübernahmeverpflichtung gilt gemäß § 3 Absatz 1 des Vertrags erstmalig für den gesamten Jahresfehlbetrag des im Zeitpunkt der Eintragung des Vertrags im Handelsregister der Deutsche Wohnen laufenden Geschäftsjahres. Fällt die Eintragung des Vertrags in das Handelsregister des Sitzes von Deutsche Wohnen – wie in aller Regel – nicht mit dem Beginn des Geschäftsjahres zusammen, beansprucht der Vertrag folglich hinsichtlich der Verlustübernahmepflicht auch rückwirkende Geltung für den zum Zeitpunkt der Eintragung in das Handelsregister bereits abgelaufenen Teil des Geschäftsjahres.

6.3 Vertragslaufzeit / Mindestlaufzeit

Der Vertrag ist gemäß § 6 Absatz 3 Satz 1 des Vertrags auf unbestimmte Zeit geschlossen. § 6 Absatz 2 des Vertrags sieht vor, dass Vonovia von dem Vertrag bis zum Zeitpunkt seiner Eintragung in das Handelsregister der Deutsche Wohnen, also bis zum Zeitpunkt seines Wirksamwerdens, jederzeit schriftlich ohne Angabe von Gründen zurücktreten kann (vgl. D.I.6.4). § 6 Absatz 3 Satz 3 des Vertrags sieht vor, dass der Vertrag zum Ende des Geschäftsjahres der Deutsche Wohnen, mit dessen Ablauf die steuerliche Mindestlaufzeit im Sinne des § 14 Absatz 1 Satz 1 Nr. 3 Satz 1 i.V.m. § 17 KStG, § 2 Absatz 2 Satz 2 GewStG in der jeweils gültigen Fassung erfüllt ist (nach derzeitiger Rechtslage fünf Zeitjahre), gekündigt werden kann. Sofern der Vertrag also bis zum 31. Dezember 2025 in das Handelsregister des Sitzes von Deutsche Wohnen eingetragen und damit gemäß § 6 Absatz 1 des Vertrags wirksam wird, ergäbe sich hieraus eine Mindestlaufzeit bis zum 31. Dezember 2029. Diese vertraglich festgelegte feste Mindestlaufzeit des Vertrags von fünf aufeinanderfolgenden Zeitjahren ist gemäß § 14 Absatz 1 Satz 1 Nr. 3 Satz 1 KStG eine Voraussetzung für die wirksame Begründung einer körperschaft- und gewerbsteuerlichen Organshaft zwischen Vonovia und Deutsche Wohnen. Während der in § 6 Absatz 3 Satz 3 des Vertrags festgelegten Mindestlaufzeit ist das Recht zur ordentlichen Kündigung ausgeschlossen.

6.4 Rücktrittsrecht / Kündigung des Vertrags

§ 6 Absatz 2 des Vertrags sieht vor, dass Vonovia bis zum Zeitpunkt der Eintragung des Vertrags in das Handelsregister der Deutsche Wohnen, also bis zum Zeitpunkt seines Wirksamwerdens, jederzeit schriftlich ohne Angabe von Gründen von dem Vertrag zurücktreten kann. Dieses Rücktrittsrecht dient der Absicherung der Vonovia für den Fall, dass die Investmentvereinbarung mit Apollo (vgl. D.V) nicht wie geplant durchgeführt wird. Würde der Vertrag in diesem Fall dennoch in das Handelsregister der Deutsche Wohnen eingetragen und somit wirksam werden, hätte dies möglicherweise erhebliche grunderwerbsteuerliche Belastungen für die Vonovia aufgrund der Nichtumsetzung der Investmentvereinbarung zur Folge. Für diesen Fall steht Vonovia das genannte Rücktrittsrecht zu.

Nach Wirksamkeitsbeginn ist das Recht zur ordentlichen Kündigung während der in § 6 Absatz 3 Satz 3 des Vertrags festgelegten Mindestlaufzeit von fünf aufeinanderfolgenden Zeitjahren nach dem Beginn des Geschäftsjahres von Deutsche Wohnen, in dem der Vertrag wirksam wird, ausgeschlossen. Nach Wirksamkeitsbeginn kann der Vertrag daher erstmals schriftlich unter Einhaltung einer Kündigungsfrist von sechs Monaten zum Ende des Geschäftsjahres gekündigt werden, das mindestens fünf Zeitjahre (60 Monate) nach dem Beginn des Geschäftsjahres von Deutsche Wohnen endet, in dem der Vertrag wirksam wird (§ 6 Absatz 3 Satz 2 und Satz 3 des Vertrags).

Unberührt von den Regelungen zur Mindestlaufzeit bleibt nach § 6 Absatz 4 des Vertrags das in § 297 Absatz 1 AktG vorgesehene Recht der Vertragsparteien, den Vertrag bei Vorliegen eines wichtigen Grundes ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist zu kündigen. Das Kündigungsrecht aus wichtigem Grund besteht kraft Gesetzes und kann vertraglich nicht ausgeschlossen werden. Ein wichtiger Grund zur Kündigung liegt aus zivilrechtlicher Sicht vor, wenn unter Abwägung aller Umstände dem kündigungswilligen Vertragsteil eine Fortsetzung des Vertragsverhältnisses nicht mehr zugemutet werden kann.

Nach § 6 Absatz 4 des Vertrags sind beide Vertragsparteien zur Kündigung aus wichtigem Grund berechtigt. Ein wichtiger Grund liegt nach § 6 Absatz 4 des Vertrags insbesondere auch dann vor, wenn wegen einer Anteilsveräußerung oder aus anderen Gründen die Voraussetzungen einer finanziellen Eingliederung der Deutsche Wohnen in die Vonovia im steuerrechtlichen Sinne nach Vollzug der jeweiligen Maßnahme nicht mehr vorliegen, wenn die Vonovia die Beteiligung an der Deutsche Wohnen in ein anderes Unternehmen einbringt, wenn das Insolvenzverfahren über das Vermögen der Organträgerin eröffnet wird, wenn die Vonovia oder die Deutsche Wohnen voraussichtlich nicht in der Lage ist, ihre auf Grund des Vertrags bestehenden Verpflichtungen zu erfüllen (§ 297 Absatz 1 Satz 2 AktG), wenn die Vonovia oder die Deutsche Wohnen verschmolzen, gespalten oder liquidiert werden, wenn die Vonovia oder die Deutsche Wohnen einen Formwechsel in eine Personengesellschaft vornimmt oder wenn ein von der Finanzverwaltung für die vorzeitige Beendigung eines Gewinnabführungsvertrags anerkannter wichtiger Grund vorliegt. § 6 Absatz 4 lit. g des Vertrags stellt sicher, dass beide Vertragsparteien bei Vorliegen eines von der Finanzverwaltung anerkannten wichtigen Grundes auch aktienrechtlich berechtigt sind, den Vertrag aus wichtigem Grund zu kündigen.

Die Regelung in § 6 Absatz 4 des Vertrags ist insbesondere vor dem Hintergrund des geltenden Steuerrechts zu sehen. Der Abschluss eines Gewinnabführungsvertrags ist erforderlich, um die angestrebte körperschaft- und gewerbesteuerliche Organschaft zwischen Vonovia und Deutsche Wohnen begründen zu können. Voraussetzung dieser körperschaft- und gewerbesteuerlichen Organschaft ist neben der vertraglichen Mindestlaufzeit gemäß § 14 Absatz 1 Satz 1 Nr. 3 Satz 1 KStG unter anderem, dass Deutsche Wohnen als abhängige Gesellschaft finanziell in Vonovia als herrschende Gesellschaft in der Form eingegliedert ist, dass der herrschenden Gesellschaft die Mehrheit der Stimmrechte der abhängigen Gesellschaft zustehen. Des Weiteren muss der Gewinnabführungsvertrag für eine Mindestdauer von fünf Zeitjahren abgeschlossen und während seiner Laufzeit auch tatsächlich durchgeführt werden. Eine Beendigung des Gewinnabführungsvertrags vor Ablauf der Mindestlaufzeit gemäß § 14 Absatz 1 Satz 1 Nr. 3 KStG Satz 1 führt grundsätzlich dazu, dass der Gewinnabführungsvertrag und damit die Organschaft von Anfang an als steuerrechtlich unwirksam anzusehen sind. Lediglich eine Beendigung aus wichtigem Grund lässt die steuerliche Organschaft für bereits abgeschlossene Wirtschaftsjahre grundsätzlich auch dann unberührt, wenn sie innerhalb der steuerlichen Mindestlaufzeit des Gewinnabführungsvertrags erfolgt.

Die Veräußerung oder Einbringung der Beteiligung kann grundsätzlich einen wichtigen Grund i.S.v. § 14 Absatz 1 Nr. 3 Satz 2 KStG für eine vorzeitige Beendigung eines BGAV durch das herrschende Unternehmen darstellen, der die Anerkennung der steuerlichen Organschaft für die Vergangenheit unberührt lässt. Entsprechendes gilt für die Verschmelzung, Spaltung oder Liquidation einer der beiden Vertragsparteien. § 6 Absatz 4 des Vertrags soll es ermöglichen, im Falle einer steuerlich anerkannten Beendigung aus wichtigem Grund auch aktienrechtlich aus wichtigem Grund kündigen zu können.

Soweit eine Kündigung durch Deutsche Wohnen aus wichtigem Grund auf § 6 Absatz 4 des Vertrags gestützt wird und nicht gleichzeitig die Voraussetzungen von § 297 Absatz 1 AktG vorliegen, kann eine Kündigung nur nach § 297 Absatz 2 AktG erfolgen, der als Voraussetzung einer Kündigung durch die Deutsche Wohnen einen Sonderbeschluss der außenstehenden Aktionäre erfordert.

Bei einer Beendigung des Vertrags findet zudem die gesetzliche Regelung des § 303 AktG Anwendung: Endet ein BGAV, hat das herrschende Unternehmen (Vonovia) Gläubigern der beherrschten Gesellschaft (Deutsche Wohnen) Sicherheit zu leisten, wenn sie sich binnen sechs Monaten nach der Bekanntmachung der Eintragung der Beendigung zu diesem Zweck bei dem herrschenden Unternehmen melden. Diese Verpflichtung besteht nach § 303 Absatz 1 und 2 AktG allerdings nur gegenüber solchen Gläubigern, deren Forderungen begründet wurden, bevor die Eintragung der Beendigung eines Beherrschungs- oder eines Gewinnabführungsvertrags 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 Absatz 3 AktG). Nach der höchstgerichtlichen Rechtsprechung sind auf die Verpflichtung zur Sicherheitsleistung §§ 26, 160 HGB und § 327 Absatz 4 AktG analog anzuwenden, sodass sie nur für Ansprüche besteht, die bis zur Bekanntmachung der Eintragung der Beendigung des Vertrags begründet sind und vor Ablauf von fünf Jahren nach der Bekanntmachung der Eintragung fällig werden.

6.5 Steuerliche Anerkennung

Gemäß § 6 Absatz 5 des Vertrags beginnt die Mindestlaufzeit des Vertrags, sofern seine Wirksamkeit oder seine ordnungsgemäße Durchführung steuerlich nicht oder nicht vollständig anerkannt werden, jeweils erst am ersten Tag desjenigen Geschäftsjahres der Vonovia, für welches die Voraussetzungen für die steuerliche Anerkennung seiner Wirksamkeit oder seiner ordnungsgemäßen Durchführung erstmalig oder erstmalig wieder vorliegen. Die Mindestlaufzeit soll die ertragsteuerliche Organschaft zwischen Vonovia und Deutsche Wohnen ermöglichen (vgl. ausführlich hierzu Abschnitt C.II).

7. Schlussbestimmungen (§ 7 des Vertrags)

Änderungen und Ergänzungen des Vertrags bedürfen nach § 7 Absatz 2 des Vertrags zu ihrer Wirksamkeit der Schriftform. Dies gilt auch für die Aufhebung der Schriftformklausel selbst. Im Übrigen gilt § 295 AktG, der bestimmt, dass Unternehmensverträge nur mit Zustimmung der Hauptversammlung von Deutsche Wohnen und der Hauptversammlung von Vonovia geändert werden können (§ 7 Absatz 1 des Vertrags).

§ 7 Absatz 3 des Vertrags (Salvatorische Klausel) soll die Aufrechterhaltung des wesentlichen Gehalts des Vertrags sicherstellen, falls sich einzelne Vertragsbestimmungen oder eine künftig in ihn aufgenommene Bestimmung wider Erwarten als ganz oder teilweise unwirksam, undurchführbar oder lückenhaft erweisen sollten. Hierbei handelt es sich um eine typischerweise in Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen enthaltene Regelung.

§ 7 Absatz 4 des Vertrags stellt klar, dass der Vertrag gegenüber anderen in der Vergangenheit zwischen Vonovia und Deutsche Wohnen geschlossenen Rechtsgeschäften und Vereinbarungen oder solchen, die in Zukunft geschlossen werden, rechtlich eigenständig ist und keine rechtliche Einheit i.S.v. § 139 BGB bildet.

Nach § 7 Absatz 5 des Vertrags sind bei der Auslegung des Vertrags die ertragsteuerlichen Bestimmungen und Vorgaben für die Anerkennung einer Organschaft, insbesondere die der §§ 14 bis 19 KStG in ihrer jeweils geltenden Fassung, zu beachten.

II. Abfindungsaktien der Vonovia und banktechnische Abwicklung der Abfindung sowie der Ausgleichszahlung

Die Abfindungsaktien wird Vonovia nach derzeitigem Sachstand ausschließlich im Wege einer bedingten Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage schaffen; ein gesetzliches Bezugsrecht der Vonovia-Aktionäre besteht bei einem solchen bedingten Kapital nicht. Zu diesem Zweck wird die Hauptversammlung der Vonovia über die Schaffung eines neuen bedingten Kapitals im Rahmen der außerordentlichen Hauptversammlung beschließen, die auch über die Zustimmung zu dem Vertrag entscheidet (vgl. im Detail unter Abschnitt D.I.5.1).

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

Vonovia wird die Deutsche Bank AG als Zentralabwicklungsstelle (*Zentralabwicklungsstelle*) mit der wertpapierrechtlichen Abwicklung des Aktienerwerbs im Zuge der Abfindung nach § 5 des Vertrags beauftragen. Deutsche Wohnen-Aktionäre, die das Abfindungsangebot annehmen wollen, müssen – nach erfolgter, an die Zentralabwicklungsstelle zu adressierender Erklärung der Annahme des Abfindungsangebots – ihre Depotbank beauftragen, ihre Aktien bei der Zentralabwicklungsstelle zwecks Entgegennahme der Abfindungsaktien auf dem Girosammelwege einzureichen. Nachdem die Abfindungsaktien entstanden sind, überträgt die Zentralabwicklungsstelle eine entsprechende Anzahl an Abfindungsaktien an die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre, die ihre Deutsche Wohnen-Aktien eingereicht haben. Die Abfindung erfolgt kostenfrei für die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre, soweit diese über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen.

Für Spitzenbeträge, also Deutsche Wohnen-Aktien, für die der Inhaber auf Grundlage des Umtauschverhältnisses nicht zum Bezug einer vollen Aktie der Vonovia berechtigt ist, wird ein Barausgleich gewährt (§ 5 Absatz 2 des Vertrags), der von der Zentralabwicklungsstelle an den jeweiligen außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionär gezahlt wird. Zu den weiteren Einzelheiten der Berechnung der Höhe des Barausgleichs wird auf Abschnitt D.I.5.2 verwiesen.

Einzelheiten der Abwicklung werden unverzüglich nach Eintragung des Vertrags in das Handelsregister der Deutsche Wohnen bekannt gegeben.

Die Zahlung des festen Ausgleichs nach § 4 des Vertrags wird in derselben Weise abgewickelt wie eine Dividendenzahlung.

III. Rechtliche Auswirkungen auf die Vonovia- und die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre

1. Gesellschaftsrechtliche Auswirkungen

Die Durchführung des BGAV berührt die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre zunächst in ihren durch das Aktieneigentum vermittelten Verwaltungs- und Vermögensrechten. Durch die in dem Vertrag vorgesehene Abfindung und Ausgleichszahlung werden die außenstehenden Aktionäre der Deutsche Wohnen dafür angemessen entschädigt.

Mit Wirksamwerden des Leitungs- und Weisungsrechts der Vonovia gegenüber der Deutsche Wohnen gemäß § 1 des Vertrags, d.h. mit Eintragung des Vertrags im Handelsregister am Sitz der Deutsche Wohnen, ist Vonovia berechtigt, dem Vorstand der Deutsche Wohnen hinsichtlich der Leitung von Deutsche Wohnen verbindliche Weisungen zu erteilen, wobei die Leitung von Deutsche Wohnen ausschließlich an den Interessen von Vonovia ausgerichtet werden kann. Vonovia kann Deutsche Wohnen auf Grundlage des Vertrags auch nachteilige Weisungen erteilen, sofern sie den Belangen von Vonovia oder der Vonovia-Gruppe dienen und nicht sonst unzulässig sind, z.B. wegen Verstoßes gegen zwingende gesetzliche Bestimmungen. Zulässige nachteilige Weisungen können, ungeachtet der Verpflichtung von Vonovia zur Übernahme eines bei Deutsche Wohnen etwa entstehenden Jahresfehlbetrags, erhebliche negative Auswirkungen auf die Vermögens- und Ertragslage von Deutsche Wohnen haben, die auch nach der etwaigen Beendigung des Vertrags fortwirken können.

Die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre werden durch das im Vertrag vereinbarte Leitungs- und Weisungsrecht von Vonovia gegenüber Deutsche Wohnen in ihren Verwaltungsrechten und möglicherweise in ihren Vermögensrechten berührt. Dafür werden die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre durch die Verpflichtung von Vonovia zur Zahlung eines jährlichen angemessenen Ausgleichs oder einer angemessenen Abfindung wirtschaftlich entschädigt. Die Abfindung kompensiert den Verlust der Mitgliedschaft und der vor Abschluss des Vertrags unbeeinträchtigt bestehenden Verwaltungs- und Vermögensrechte; der Ausgleich kompensiert den Verlust des vermögensrechtlichen Anspruchs auf Dividende. Die außenstehenden Aktionäre haben die Wahl, ob sie Ausgleich oder Abfindung verlangen (siehe zur Höhe auch Abschnitt E.).

Ab dem Wirksamwerden der Gewinnabführungsverpflichtung gemäß § 2 des Vertrags, d.h. frühestens ab dem Geschäftsjahr beginnend am 1. Januar 2025, sofern der Vertrag bis zum Ende des Geschäftsjahres beginnend am 1. Januar 2025 im Handelsregister am Sitz von Deutsche Wohnen eingetragen wird, bzw. im betreffenden späteren Geschäftsjahr, sofern die Eintragung erst in einem nachfolgenden Geschäftsjahr erfolgt, wird Deutsche Wohnen keinen Jahresüberschuss und – abgesehen von etwaigen Erträgen aus der Auflösung von Rücklagen, die nicht der vertraglichen Gewinnabführung unterliegen, oder einem Bilanzgewinn aufgrund eines etwaigen vorvertraglichen Gewinnvortrags – auch keinen Bilanzgewinn mehr ausweisen. Dies bedeutet, dass die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre ab Wirksamwerden der Gewinnabführungsverpflichtung während der Vertragsdauer grundsätzlich keine Dividenden erhalten werden. Ihr Recht, über die Verwendung eines während der Vertragsdauer entstehenden Bilanzgewinns zu entscheiden, entfällt regelmäßig.

Zur Sicherung der Interessen der außenstehenden Aktionäre besteht gegen Vonovia ein Anspruch auf eine jährliche Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG. Der nach Maßgabe von § 4 des Vertrags zu leistende Ausgleich wird unverzüglich nach dem in § 4 Absatz 3 und

Absatz 5 des Vertrags festgelegten Fälligkeitstermin an die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre ausgezahlt. Die banktechnische Abwicklung der Zahlung erfolgt wie im Falle einer Dividendenzahlung über die jeweiligen Depotbanken (siehe Abschnitt D.II).

Alternativ zum Erhalt der Ausgleichszahlung können die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre von dem Abfindungsangebot nach § 305 AktG Gebrauch machen und gegen Gewährung der in § 5 Absatz 1 des Vertrags festgelegten Abfindung in Stückaktien der Vonovia als Aktionär aus der Deutsche Wohnen ausscheiden. Auf diese Weise wird es den außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionären, die sich für die Abfindung entscheiden, unter anderem auch ermöglicht, an den durch die stärkere Integration der Deutsche Wohnen in den Vonovia-Konzern entstehenden Synergieeffekten teilzuhaben (vgl. Abschnitt C.I.4).

Hinsichtlich der Einzelheiten zu Ausgleichszahlung und Abfindung wird auf die vorstehenden Erläuterungen in Abschnitt D.I.4 und Abschnitt D.I.5 zu § 4 und § 5 des Vertrags verwiesen.

Mit Wirksamwerden des Vertrags entsteht die Verpflichtung der Vonovia, die Deutsche Wohnen-Aktien der außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre auf deren Verlangen und gegen Zahlung der in § 5 Absatz 1 des Vertrags festgelegten Abfindung zu erwerben. Von diesem Zeitpunkt an können die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre durch Erklärung gegenüber ihrer jeweiligen Depotbank von ihrem Recht auf Übertragung ihrer Deutsche Wohnen-Aktien an Vonovia und Erbringung der im Vertrag festgelegten Abfindung Gebrauch machen. Diejenigen Deutsche Wohnen-Aktionäre, die von ihrem Recht auf Übertragung ihrer Deutsche Wohnen-Aktien an Vonovia keinen Gebrauch machen, bleiben weiterhin Deutsche Wohnen-Aktionäre und erhalten jährlich den Ausgleich in Form der Ausgleichszahlung nach § 4 des Vertrags.

Unmittelbar nach Eintragung des Vertrags in das Handelsregister des Sitzes der Deutsche Wohnen werden die näheren Einzelheiten des Abfindungsverfahrens im Bundesanzeiger bekannt gegeben sowie über die jeweiligen Depotbanken den außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionären mitgeteilt. Die Abwicklung der Übertragung der Deutsche Wohnen-Aktien an Vonovia infolge einer Annahme des Abfindungsangebots erfolgt für die Deutsche Wohnen-Aktionäre kostenfrei, sofern sie über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen (§ 5 Absatz 5 des Vertrags).

Die Verpflichtung von Vonovia zur Übernahme von Aktien der außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre gegen Abfindung in Aktien der Vonovia ist gemäß § 5 Absatz 3 des Vertrags befristet. Die Erklärung der außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre, das Abfindungsangebot von Vonovia anzunehmen, muss innerhalb dieser Frist (vgl. Erläuterungen in Abschnitt D.I.5.4 zu den Einzelheiten der Befristung der Verpflichtung von Vonovia) zugehen. Nach Ablauf der in § 5 Absatz 3 des Vertrags bestimmten Frist ist eine Annahme des Abfindungsangebots bzw. eine Andienung und ein Tausch der Deutsche Wohnen-Aktien in Stückaktien der Vonovia nicht mehr möglich.

Darüber hinaus hat der Abschluss des Vertrags keine rechtlichen Auswirkungen auf die Beteiligung der außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre. Insbesondere ist mit dem Abschluss bzw. der Eintragung des Vertrags im Handelsregister am Sitz der Deutsche Wohnen keine Veränderung der mit ihren Aktien verbundenen Stimm- und sonstigen Beteiligungsrechte verbunden.

Die Börsennotierung der Deutsche Wohnen-Aktien wird von der Eintragung des Vertrags im Handelsregister am Sitz der Deutsche Wohnen nicht berührt. Es kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass ein Großteil der außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre das Abfindungsangebot annehmen und sich die Zahl der im Streubesitz befindlichen Deutsche Wohnen-Aktien weiter verringern wird. Dies kann zur Folge haben, dass die daraus resultierende geringere Liquidität von Deutsche Wohnen-Aktien zu größeren Kursschwankungen der Deutsche Wohnen-Aktien als in der Vergangenheit führt und gegebenenfalls ein ordnungsgemäßer Börsenhandel mit Deutsche Wohnen-Aktien nicht mehr gewährleistet ist.

Die Zahl der im Streubesitz befindlichen Deutsche Wohnen-Aktien wird sich in dem Maß verringern, in dem das Abfindungsangebot nach dem Vertrag angenommen wird. Als Folge davon könnte Deutsche Wohnen möglicherweise nicht länger die jeweiligen Kriterien für einen Verbleib in den Börsenindizes erfüllen, in denen die Deutsche Wohnen-Aktien enthalten sind. Ein Ausschluss aus einem Börsenindex kann unter anderem zur Folge haben, dass institutionelle Anleger, die den betreffenden Index in ihrem Portfolio spiegeln, sich von Deutsche Wohnen-Aktien trennen und künftige Erwerbe von Deutsche Wohnen-Aktien unterlassen werden. Ein erhöhtes Angebot an Deutsche Wohnen-Aktien, zusammen mit einer geringeren Nachfrage nach Deutsche Wohnen-Aktien, kann den Börsenkurs der Deutsche Wohnen-Aktien nachteilig beeinflussen.

Die Rechtsstellung der Vonovia-Aktionäre wird insbesondere durch die bedingte Kapitalerhöhung zum Zweck der Gewährung der Abfindung in Aktien der Vonovia an die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre gemäß den Bestimmungen des Vertrags zu dem in § 5 Absatz 1 des Vertrags bestimmten bzw. einem gemäß § 5 Absatz 4 oder § 5 Absatz 6 des Vertrags angepassten Umtauschverhältnis berührt.

2. Schutz der Vonovia- und der außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre

Der Schutz der außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre im Zusammenhang mit dem Abschluss des Vertrags wird, wie nachfolgend näher beschrieben, durch die Gewährung einer Ausgleichszahlung und einer Abfindung sichergestellt. Deren Angemessenheit wird durch einen gerichtlich bestellten Vertragsprüfer geprüft (siehe Abschnitt D.III.2.2). Sollten außenstehende Deutsche Wohnen-Aktionäre der Auffassung sein, dass die im Vertrag festgelegte Ausgleichszahlung und/oder Abfindung nicht angemessen ist, können sie die Angemessenheit in einem Spruchverfahren nachprüfen lassen. Auch den Vonovia-Aktionären stehen Rechtsschutzmöglichkeiten im Zusammenhang mit dem Abschluss des Vertrags zur Verfügung, insbesondere wenn sie der Auffassung sein sollten, dass die im Vertrag festgelegte Ausgleichszahlung und / oder Abfindung nicht angemessen sind (vgl. zu den Rechtsschutzmöglichkeiten der Vonovia-Aktionäre Abschnitt D.III.2.3)

2.1 Abfindung und Ausgleich

Den Interessen der außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre wird durch die Pflicht zur Gewährung einer Abfindung und eines Ausgleichs sowie deren Umsetzung im Vertrag in Form von Ausgleichszahlung und Abfindungsangebot Rechnung getragen.

Für die Einschränkung ihrer Verwaltungsrechte durch das Inkrafttreten des Leitungs- und Weisungsrechts gemäß § 1 des Vertrags erhalten die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre ab dem Geschäftsjahr, in dem der Vertrag wirksam wird, durch die Verpflichtung von Vonovia zur Zahlung eines jährlichen Ausgleichs nach § 4 des Vertrags in Verbindung mit § 304 AktG sowie zum Erwerb ihrer Deutsche Wohnen-Aktien gegen Abfindung durch

eine angemessene Anzahl an Abfindungsaktien nach § 5 des Vertrags in Verbindung mit § 305 AktG eine volle wirtschaftliche Kompensation.

Der Vorstand von Deutsche Wohnen und der Vorstand von Vonovia haben Ebner Stolz als Bewertungsgutachter gemeinsam beauftragt, eine Gutachtliche Stellungnahme zu den Unternehmenswerten der Vonovia und der Deutsche Wohnen zum Tag der geplanten Hauptversammlung der Deutsche Wohnen, dem 23. Januar 2025, sowie zur Höhe der angemessenen Ausgleichszahlung i.S.v. § 304 AktG und der angemessenen Abfindung i.S.v. § 305 AktG zu erstellen.

Ebner Stolz kommt in der Gutachtlichen Stellungnahme (**Anlage 3**) zu dem Ergebnis, dass sich der objektivierte Unternehmenswert von Deutsche Wohnen nach IDW S1 i.d.F. 2008 (**IDW S1**) zum Bewertungsstichtag am 23. Januar 2025 auf rund EUR 9.728,5 Mio. beläuft. Dabei stellt Ebner Stolz bei der Berechnung des Werts je Deutsche Wohnen-Aktie auf die Anzahl der ausstehenden Aktien ab (die **Ausstehenden Deutsche Wohnen-Aktien**). Bei 396.934.985 Ausstehenden Deutsche Wohnen-Aktien entspricht der objektivierte Unternehmenswert je Ausstehender Deutsche Wohnen-Aktie EUR 24,51; der entsprechend abgeleitete angemessene Ausgleich i.S.v. § 304 AktG beträgt nach Ermittlungen des Bewertungsgutachters brutto EUR 1,22 und netto EUR 1,03 für die angemessene Ausgleichszahlung je Deutsche Wohnen-Aktie.

Auf Grundlage der Gutachtlichen Stellungnahme haben die Vertragsparteien eine jährliche Ausgleichszahlung von EUR 1,22 (Bruttoausgleichsbetrag) bzw. EUR 1,03 (Nettoausgleichsbetrag) festgelegt.

Alternativ können die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre vom Abfindungsangebot nach § 305 AktG Gebrauch machen und nach Eintragung des Vertrags am Sitz der Deutsche Wohnen die von ihnen gehaltenen Deutsche Wohnen-Aktien gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung in Abfindungsaktien an Vonovia übertragen, das heißt vom Abfindungsangebot der Vonovia nach § 5 des Vertrags in Verbindung mit § 305 AktG Gebrauch machen. Bei der Bemessung des in § 5 Absatz 1 des Vertrags festgelegten Abfindungsverhältnisses von 0,7947 Abfindungsaktien je Deutsche Wohnen-Aktie wurden die Verhältnisse der Deutsche Wohnen zugrunde gelegt, wie sie sich im Zeitpunkt der Beschlussfassung der geplanten außerordentlichen Hauptversammlung der Deutsche Wohnen am 23. Januar 2025 darstellen. Ebner Stolz kommt in der Gutachtlichen Stellungnahme zu dem Schluss, dass die Börsenkurse von Deutsche Wohnen und Vonovia das Ergebnis einer effizienten Informationsverarbeitung durch den Kapitalmarkt und die Aktien von Deutsche Wohnen und Vonovia uneingeschränkt verkehrsfähig sind. Daher kann die Abfindung nach § 305 AktG auf der Grundlage des Verhältnisses der nach dem Handelsvolumen gewichteten durchschnittlichen Börsenkurse von Deutsche Wohnen und Vonovia im Dreimonatszeitraum vor der Bekanntgabe der Absicht des Abschlusses eines BGAV am 18. September 2024 ermittelt werden. Dieser Dreimonatsdurchschnittskurs wurde von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (**BaFin**) bis zum 17. September 2024 (einschließlich) für Deutsche Wohnen mit EUR 19,81 und für Vonovia mit EUR 29,36 ermittelt. Daneben hat Ebner Stolz die Abfindung nach § 305 AktG auf Basis des Verhältnisses der objektivierten Unternehmenswerte von Deutsche Wohnen und Vonovia nach IDW S1 ermittelt. Danach ergibt sich ein Unternehmenswert für Deutsche Wohnen von EUR 24,51 je Aktie und für Vonovia von EUR 30,84 je Aktie. Auf der Grundlage einer Gesamtbeurteilung unter Berücksichtigung der Gutachtlichen Stellungnahme sowie weiterer Faktoren haben die Vertragsparteien ein Abfindungsverhältnis von 0,7947 Abfindungsaktien je Deutsche Wohnen-

Aktie festgelegt. (vgl. die ausführliche Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Abfindung in Abschnitt E.II).

2.2 Vertragsprüfung durch einen sachverständigen Prüfer

Auf gemeinsamen Antrag des Vorstands von Deutsche Wohnen und des Vorstands der Vonovia hat das Landgericht Berlin II durch Beschluss vom 2. Oktober 2024 die I-ADVISE AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, 40468 Düsseldorf, als sachverständige Prüferin i.S.v. § 293b Absatz 1 AktG ausgewählt und bestellt. Dieser Beschluss ist dem Vertragsbericht als **Anlage 4** beigelegt. I-ADVISE hat den Vertrag und insbesondere die Angemessenheit der Abfindung sowie der jährlichen Ausgleichszahlung geprüft und hierüber gemäß § 293e AktG einen gesonderten Prüfungsbericht erstellt. Darin kommt I-ADVISE zu dem Ergebnis, dass die durch den Bewertungsgutachter ermittelte Abfindung und die ermittelte jährliche Ausgleichszahlung angemessen sind. Der Prüfungsbericht wird, zusammen mit den in § 293f Absatz 1 AktG genannten Unterlagen, von der Einberufung der Hauptversammlung der Deutsche Wohnen und der Vonovia an, die am 23. Januar 2025 bzw. am 24. Januar 2024 stattfinden soll, über die Internetseite von Deutsche Wohnen unter <https://www.deutsche-wohnen.com/hv> sowie über die Internetseite von Vonovia unter <https://investoren.vonovia.de/hv> zugänglich sein. Hinsichtlich der Einzelheiten wird auf die Einladung zur Hauptversammlung der Deutsche Wohnen am 23. Januar 2025 bzw. der Vonovia am 24. Januar 2025 verwiesen.

2.3 Spruchverfahren, Rechtsmittel

Sollten Deutsche Wohnen-Aktionäre der Ansicht sein, dass die im Vertrag unter § 4 Absatz 2 festgelegte Höhe der jährlichen Ausgleichszahlung nach § 304 AktG nicht angemessen ist, können sie nach Wirksamwerden des Vertrags die Angemessenheit des Ausgleichs in einem Spruchverfahren nach § 304 Absatz 3 Satz 3 AktG i.V.m. § 1 Nr. 1 SpruchG gerichtlich prüfen lassen. Die Antragsberechtigung im Spruchverfahren hängt nicht davon ab, dass in der Hauptversammlung gegen den Beschluss über die Zustimmung zum Vertrag Widerspruch zu Protokoll des beurkundenden Notars erklärt wird. Die gerichtliche Überprüfung des Ausgleichs in einem Spruchverfahren nach § 304 Absatz 3 Satz 3 AktG i.V.m. § 1 Nr. 1 SpruchG kann binnen drei Monaten seit dem Tag beantragt werden, an dem die Eintragung des Bestehens des Vertrags im Handelsregister am Sitz von Deutsche Wohnen nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Innerhalb der vorstehend genannten Antragsfrist von drei Monaten ist der Antrag nach Maßgabe von § 4 Absatz 2 SpruchG zu begründen. Falls in einem solchen Spruchverfahren durch das zuständige Gericht rechtskräftig eine höhere jährliche Ausgleichszahlung festgesetzt wird, wirkt diese Entscheidung für und gegen alle außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre, weshalb in einem solchen Falle auch die am Spruchverfahren nicht teilnehmenden Deutsche Wohnen-Aktionäre einen Anspruch gegen Vonovia auf Ergänzung des Ausgleichsbetrags haben (§ 13 Satz 2 SpruchG). Vonovia kann den Vertrag für diesen Fall binnen zwei Monaten nach Rechtskraft der gerichtlichen Entscheidung ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist kündigen (§ 304 Absatz 4 AktG). Sofern ein solches Spruchverfahren durch gerichtlich protokollierten Vergleich beendet wird, sind die Rechte aller außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre dadurch gewahrt, dass eine solche Verfahrensbeendigung gemäß § 11 Absatz 2 SpruchG nur mit Zustimmung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre möglich ist. Nach § 4 Absatz 6 des Vertrags können im Fall eines gerichtlich protokollierten Vergleichs ferner auch die bereits nach Maßgabe des § 5 des Vertrags abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichszahlung verlangen, soweit dies gesetzlich vorgesehen ist.

Sollten außenstehende Deutsche Wohnen-Aktionäre der Ansicht sein, dass die in § 5 Absatz 1 des Vertrags festgelegte Abfindung nicht angemessen ist, können sie die Angemessenheit der angebotenen Abfindung ebenfalls in einem Spruchverfahren nach § 305 Absatz 5 Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 1 SpruchG gerichtlich überprüfen lassen. Im Hinblick auf Antragsfrist, Antragsbegründung, Wirkung der gerichtlichen Entscheidung in einem Spruchverfahren und ein Kündigungsrecht von Vonovia nach einer gerichtlichen Bestimmung der Abfindung gelten die obigen Ausführungen zur Ausgleichszahlung entsprechend.

Auch den Vonovia-Aktionären stehen im Zusammenhang mit dem Abschluss des BGAV Rechtsschutzmöglichkeiten zu. Sollten Vonovia-Aktionäre der Ansicht sein, dass die in § 5 Absatz 1 des Vertrags festgelegte Abfindung nicht angemessen ist, können sie die Angemessenheit der angebotenen Abfindung gerichtlich überprüfen lassen. Sollten Vonovia-Aktionäre der Ansicht sein, dass die im Vertrag unter § 4 Absatz 2 festgelegte Höhe der jährlichen Ausgleichszahlung nach § 304 AktG nicht angemessen ist, kommt ebenfalls eine gerichtliche Überprüfung in Betracht.

IV. Steuerliche Auswirkungen auf die Vonovia- und die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre

1. Vorbemerkung

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

Steuerliche Auswirkungen für in Deutschland beschränkt steuerpflichtige außenstehende Deutsche Wohnen-Aktionäre werden nachfolgend nicht erläutert. Diese Auswirkungen sind unter anderem von besonderen Vorschriften des deutschen Steuerrechts, dem Steuerrecht des Staates, in dem der jeweilige Aktionär ansässig ist, sowie von den Regelungen eines etwa bestehenden Abkommens zur Vermeidung einer Doppelbesteuerung (Doppelbesteuerungsabkommen) abhängig.

Die Darstellung bezieht sich grundsätzlich nur auf in Deutschland anfallende Körperschaft-, Einkommen-, Kapitalertrag- und Gewerbesteuer sowie den Solidaritätszuschlag, nicht jedoch auf Kirchensteuer. Die Darstellung behandelt nur ausgewählte Aspekte dieser Steuerarten. Beispielsweise werden Besonderheiten sogenannter sperrfristbehafteter Anteile, die als Gegenleistung für eine steuerbegünstigte Einbringung nach dem Umwandlungsteuergesetz erworben wurden, sowie Sonderregeln für bestimmte Unternehmen des Finanz- und Versicherungssektors nicht dargestellt. Zugrunde gelegt wird nur die derzeit geltende Rechtslage, wie sie von der Finanzverwaltung und der finanzgerichtlichen Rechtsprechung zum Datum dieses Vertragsberichts angewendet wird. Diese kann sich gegebenenfalls auch mit Rückwirkung ändern.

Eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit dieser Darstellung wird nicht übernommen. Diese Zusammenfassung stellt ausgewählte steuerliche Aspekte allgemein dar und geht nicht auf die jeweilige individuelle steuerliche Situation ein. Sie ist daher nicht als rechtliche oder steuerliche Beratung gedacht und ist auch nicht dahingehend auszulegen. Den Aktionären wird empfohlen, ihre steuerlichen Berater zu konsultieren. Nur diese sind in der Lage, auch die besonderen steuerlichen Verhältnisse des einzelnen Aktionärs angemessen zu berücksichtigen.

2. Besteuerung von Ausgleichszahlungen bei den Aktionären

Die in § 4 Absatz 2 des Vertrags vorgesehene jährliche Ausgleichszahlung von Vonovia an die Deutsche Wohnen-Aktionäre sollte bei den betroffenen Aktionären den allgemeinen Regeln über die Dividendenbesteuerung unterliegen.

2.1 Kapitalertragsteuer

Die Ausgleichszahlungen sind steuerlich sonstige Bezüge aus Aktien i.S.d. § 20 Absatz 1 Nr. 1 Satz 1 EStG und unterliegen dem Kapitalertragsteuerabzug. Daher ist auf die Ausgleichszahlung 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 %). Einbehalt und Abführung der Kapitalertragsteuer sind grundsätzlich unabhängig davon, in welcher Höhe die Zahlung bei den Deutsche Wohnen-Aktionären tatsächlich der Besteuerung unterliegt.

In Bezug auf Deutsche Wohnen-Aktionäre, die ihre Aktien im Privatvermögen halten, hat die Kapitalertragsteuer auf die Ausgleichszahlungen grundsätzlich Abgeltungswirkung (sog. Abgeltungsteuer). Unter bestimmten Voraussetzungen können solche Aktionäre, die ihre Aktien im Privatvermögen halten, eine Befreiung von der Abgeltungsteuer beantragen. Demgegenüber wird die Kapitalertragsteuer bei Deutsche Wohnen-Aktionären, die ihre Aktien im Betriebsvermögen halten, grundsätzlich auf die Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer des jeweiligen Aktionärs angerechnet. Soweit die einbehaltene Kapitalertragsteuer die persönliche Steuerschuld dieser Aktionäre übersteigt, wird sie erstattet, sofern die Voraussetzungen dafür nach den §§ 36, 36a EStG (einschließlich Mindesthaltungsdauer) vorliegen. Entsprechendes gilt für den Solidaritätszuschlag.

2.2 Aktien im Privatvermögen

Die Ausgleichszahlungen auf Aktien im Privatvermögen unterliegen als Einkünfte aus Kapitalvermögen der Einkommensteuer; dabei entfaltet der Einbehalt von Kapitalertragsteuer grundsätzlich Abgeltungswirkung (sog. Abgeltungsteuer) und die Ausgleichszahlung muss in der Jahressteuererklärung des Deutsche Wohnen-Aktionärs daher nicht mehr erklärt werden. In bestimmten Fällen (beispielsweise bei Vorlage einer Nichtveranlagungsbescheinigung des Finanzamtes oder bei Freistellungsauftrag in ausreichendem Umfang) kann Deutsche Wohnen-Aktionären die Ausgleichszahlung ohne Abzug von Kapitalertragsteuer und Solidaritätszuschlag ausgezahlt werden.

Auf Antrag eines Deutsche Wohnen-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 Kapitalerträge abzüglich des Sparer-Pauschbetrages in Höhe von EUR 1.000,00 (bzw. EUR 2.000,00 bei zusammen veranlagten Ehegatten) für die Besteuerung maßgeblich und ein Abzug der tatsächlichen Werbungskosten ist ausgeschlossen. Die so ermittelten Einkünfte aus Kapitalvermögen werden im Rahmen der Veranlagung zur Einkommensteuer dem individuellen Einkommensteuersatz des jeweiligen Deutsche Wohnen-Aktionärs unterworfen. Dabei wird eine zunächst einbehaltene Kapitalertragsteuer auf die in dieser Weise erhobene Einkommensteuer angerechnet.

Erfüllt ein Deutsche Wohnen-Aktionär die entsprechenden Voraussetzungen und beantragt eine Befreiung von der Abgeltungsteuer, ist die Besteuerung mit der eines Einzelunternehmers vergleichbar (siehe Abschnitt D.IV.2.3(ii)).

2.3 Aktien im Betriebsvermögen

Werden die Aktien im Betriebsvermögen gehalten, so richtet sich die Besteuerung danach, ob der Deutsche Wohnen-Aktionär eine Körperschaft, ein Einzelunternehmer oder eine Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft) ist:

(i) Körperschaften

Bei Körperschaften sind die Ausgleichszahlungen grundsätzlich körperschaftsteuer- und gewerbsteuerpflichtig.

(ii) Einzelunternehmer

Bei Einzelunternehmern (natürlichen Personen) werden 60 % der Ausgleichszahlung mit dem gültigen Einkommensteuersatz besteuert (sogenanntes Teileinkünfteverfahren). Entsprechend sind Aufwendungen, die in wirtschaftlichem Zusammenhang mit der Ausgleichszahlung stehen, nur zu 60 % steuerlich abzugsfähig (vorbehaltlich sonstiger Abzugsbeschränkungen). Gehören die Aktien zum Vermögen einer in Deutschland gelegenen Betriebsstätte, unterliegt die Ausgleichszahlung in vollem Umfang der Gewerbesteuer. Die Gewerbesteuer wird im Wege eines pauschalierten Verfahrens vollständig oder teilweise auf die Einkommensteuer des Deutsche Wohnen-Aktionärs angerechnet.

(iii) Personengesellschaften

Werden die Aktien von einer Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft) gehalten, fällt Einkommen- oder Körperschaftsteuer lediglich auf der Ebene ihrer Gesellschafter an, sofern sie nicht beantragt, wie eine Kapitalgesellschaft behandelt zu werden. Gewerbesteuer auf die gesamte Ausgleichszahlung fällt auf der Ebene der Personengesellschaft an, wenn diese gewerbsteuerpflichtig ist. Soweit natürliche Personen an der Personengesellschaft beteiligt sind, wird die auf Ebene der Personengesellschaft anfallende Gewerbesteuer im Wege eines pauschalierten Verfahrens vollständig oder teilweise auf ihre Einkommensteuer angerechnet.

3. Besteuerung von Abfindungsleistungen bei den Deutsche Wohnen-Aktionären

Nach § 5 Absatz 1 des Vertrags verpflichtet sich Vonovia gegenüber den Deutsche Wohnen-Aktionären, die aus Anlass des Abschlusses des Vertrags bei Deutsche Wohnen ausscheiden möchten, deren Aktien gegen eine angemessene Abfindung in Höhe von 0,7947 Stückaktien der Vonovia je Deutsche Wohnen-Aktie zu erwerben. Die Übertragung der Deutsche Wohnen-Aktien auf die Vonovia im Tausch gegen die durch eine Kapitalerhöhung geschaffenen Aktien der Vonovia stellt für die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre steuerlich grundsätzlich eine Veräußerung dar.

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

Die steuerliche Erfassung eines Veräußerungsgewinns sowie die steuerliche Geltendmachung eines Veräußerungsverlustes hängen davon ab, ob die Deutsche Wohnen-Aktien vor

der Übertragung auf die Vonovia dem Privat- oder dem Betriebsvermögen des betreffenden außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionär zuzuordnen sind.

3.1 Aktien im Privatvermögen

Vorbehaltlich der Behandlung als steuerneutraler Anteilstausch (dazu unten) ist von einem Veräußerungsgewinn grundsätzlich Kapitalertragsteuer in Höhe von 25 % (zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 %, insgesamt somit 26,375 %, bei natürlichen Personen gegebenenfalls zuzüglich Kirchensteuer) einzubehalten. Da der maßgebliche Kapitalertrag in einer Sachleistung besteht, hat der außenstehende Deutsche Wohnen-Aktionär der Bank die vorgenannten Steuerabzugsbeträge zur Verfügung zu stellen. Die Gewinne aus der Veräußerung von Aktien im Privatvermögen unterliegen als Einkünfte aus Kapitalvermögen der Einkommensteuer. Die Einkommensteuerschuld des Aktionärs wird grundsätzlich durch den Einbehalt von Kapitalertragsteuer abgegolten. In diesem Fall muss der Veräußerungsgewinn in der Jahressteuererklärung des Aktionärs nicht mehr erklärt werden (Abgeltungsteuer). Veräußerungsverluste aus Aktien dürfen ausschließlich mit Veräußerungsgewinnen aus Aktien, nicht aber mit anderen Einkünften aus Kapitalvermögen, etwa bezogenen Dividenden und Ausgleichszahlungen, und auch nicht mit Einkünften aus anderen Einkunftsarten verrechnet werden (Verlustverrechnungsbeschränkung). Nicht ausgeglichene Veräußerungsverluste aus Aktien können in künftige Veranlagungszeiträume vorgetragen werden.

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

Der Gewinn unterliegt jedoch nicht der Abgeltungsteuer, wenn der Aktionär während der fünf Jahre vor der Übertragung mit mindestens 1 % an der Deutsche Wohnen unmittelbar oder mittelbar beteiligt war. Hier findet das Teileinkünfteverfahren (siehe unter folgendem Abschnitt D.IV.3.2) Anwendung.

3.2 Aktien im Betriebsvermögen

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

Vonovia plant für die aus einem Betriebsvermögen stammenden Deutsche Wohnen-Aktien keine Buchwertfortführung nach § 21 Absatz 1 Satz 2 UmwStG, soweit dies im Einzelfall überhaupt möglich wäre.

(i) Körperschaften

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

(ii) Einzelunternehmer

Bei einer natürlichen Person (Einzelunternehmer), die die Aktien im Betriebsvermögen hält, unterliegen 60 % des Veräußerungsgewinns aus Aktien der Einkommensteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag und gegebenenfalls Kirchensteuer; sogenanntes Teileinkünfteverfahren). Entsprechend können im Fall eines Veräußerungsverlustes nur 60 % steuerlich geltend gemacht werden. Die Besteuerung erfolgt nach dem persönlichen Steuersatz des außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionärs. Daneben unterliegen 60 % des Veräußerungsgewinns der Gewerbesteuer, wenn die Aktien einer inländischen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs zuzurechnen sind, wobei die persönliche Einkommensteuer des außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionärs in pauschaler Weise um die Gewerbesteuer ermäßigt wird.

(iii) Personengesellschaften

Ist der außenstehende Deutsche Wohnen-Aktionär eine Personengesellschaft, die nicht zur Behandlung als Kapitalgesellschaft optiert hat, werden die Besteuerungsgrundlagen der Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer zwar auf Ebene der Personengesellschaft einheitlich und gesondert festgestellt, die Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer fällt allerdings nur auf Ebene des jeweiligen Gesellschafters der Personengesellschaft an. Die Besteuerung erfolgt wie vorstehend beschrieben. Daneben unterliegen Veräußerungsgewinne und -verluste bei der Personengesellschaft der Gewerbesteuer, wenn die Aktien einer inländischen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs zuzurechnen sind. Die Höhe der Gewerbesteuer hängt davon ab, in welchem Umfang natürliche Personen und Körperschaften an der Personengesellschaft beteiligt sind.

V. Steuerliche Auswirkungen auf Vonovia und Deutsche Wohnen

Sofern auch die übrigen gesetzlichen Voraussetzungen einer körperschaft- und gewerbesteuerlichen Organschaft vorliegen, führt der Vertrag dazu, dass das Einkommen von Deutsche Wohnen für körperschaft- und gewerbesteuerliche Zwecke Vonovia zugerechnet und dort versteuert wird. Deutsche Wohnen hat jedoch ihr Einkommen in Höhe von derzeit 20/17 der geleisteten Ausgleichszahlungen selbst zu versteuern (§ 16 KStG). Die Organschaft beginnt frühestens mit dem Geschäftsjahr von Deutsche Wohnen, in dem die Verpflichtung zur Gewinnabführung gemäß § 2 des Vertrags sowie die finanzielle Eingliederung von Deutsche Wohnen in Vonovia von Beginn an besteht, also voraussichtlich ab dem 1. Januar 2025, vorausgesetzt, der Vertrag wurde spätestens bis zum Ende dieses Geschäftsjahres, also bis zum 31. Dezember 2025, gemäß § 6 Absatz 1 Satz 2 des Vertrags ins Handelsregister am Sitz der Deutsche Wohnen eingetragen. Steuerliche Verlustvorträge der Deutsche Wohnen, die zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Organschaft vorhanden sind, bleiben zwar bestehen, sind aber für die Dauer der Organschaft nicht steuerlich nutzbar.

Der BGAV unterstreicht bei der umsatzsteuerlichen Organschaft die organisatorische Eingliederung der Deutsche Wohnen in die Vonovia. Die umsatzsteuerliche Organschaft ermöglicht, dass Umsätze innerhalb der Organschaft nicht umsatzsteuerbar sind.

Grunderwerbsteuerliche Auswirkungen bei der Deutsche Wohnen sind durch die Annahme des Abfindungsangebots durch die außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionäre nicht zu erwarten. Der Bewegungstatbestand (§ 1 Absatz 2b Grunderwerbsteuergesetz (*GrEStG*)) wird nicht verwirklicht bei Erwerb von Anteilen der Minderheitsaktionäre, da die Vonovia Altgesellschafterin der Deutsche Wohnen ist. Eine Anteilsvereinigung (§ 1 Absatz 3 und Absatz 3a GrEStG) bei Vonovia ist ebenfalls nicht zu erwarten, da Apollo unmittelbar vor Eintragung des BGAV einen indirekten Anteil in Höhe von 10,2 % an der Deutschen Wohnen halten wird. Mithin kann Vonovia die 90 %-Grenze nicht erreichen, selbst wenn alle außenstehenden Aktionäre ihre Anteile an der Deutschen Wohnen einreichen würden.

Aufgrund der Organschaft haftet Deutsche Wohnen gemäß § 73 Satz 1 Abgabenordnung (*AO*) für solche Steuern des Organträgers, für welche die Organschaft zwischen ihnen steuerlich von Bedeutung ist. Den Steuern stehen die Ansprüche auf Erstattung von Steuervergütungen gleich (§ 73 Satz 3 AO).

VI. Kosten des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

Mit dem Abschluss des Vertrags und seiner Prüfung sind einmalige Kosten verbunden. Solche Kosten sind insbesondere angefallen für die Mandatierung des Bewertungsgutachters (siehe dazu Abschnitt E.I), für die Erstattung des Prüfungsberichts durch den gerichtlich bestellten Vertragsprüfer (siehe dazu Abschnitt D.III.2.2) sowie für Rechtsberatung. Die Kosten für die Erstattung der Gutachtlichen Stellungnahme und des Prüfungsberichts tragen Deutsche Wohnen und Vonovia je zur Hälfte. Zudem fallen Kosten im Zusammenhang mit der banktechnischen Abwicklung der Abfindung und der Ausgleichszahlung sowie der Zulassung der Abfindungsaktien zum Börsenhandel an, die ausschließlich Vonovia trägt. Im Übrigen trägt jede Vertragspartei ihre Kosten, einschließlich der Kosten ihrer externen Berater, selbst. Es werden insgesamt von Deutsche Wohnen zu tragende externe Kosten in Höhe von rund EUR 2 Mio. erwartet. Die von Vonovia zu tragenden externen Kosten belaufen sich voraussichtlich auf rund EUR 6 Mio.

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

I. Überblick

Nach § 304 AktG muss ein BGAV einen angemessenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung enthalten. Die Art des Ausgleichs und die Gründe für die Bestimmung eines festen Ausgleichs wurden unter Abschnitt D.I.4.1 erläutert.

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

Nach § 305 Absatz 1 AktG muss ein BGAV außerdem die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Die angemessene Abfindung hat nach § 305 Absatz 3 Satz 2 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Vertrag zu berücksichtigen. Dies gilt für die Ausgleichszahlung i.S.v. § 304 AktG entsprechend.

Nach der jüngsten Rechtsprechung des BGH kann der Börsenkurs einer börsennotierten Gesellschaft eine geeignete Grundlage für die Ermittlung der beim Abschluss eines BGAV an die außenstehenden Aktionäre zu gewährenden Abfindung und Ausgleichszahlung darstellen, wenn er das Ergebnis einer effizienten Informationsverarbeitung durch den Kapitalmarkt ist und die jeweilige Aktie uneingeschränkt verkehrsfähig ist. Um festzustellen, ob diese Voraussetzungen erfüllt sind, untersucht die Rechtsprechung die Liquidität der Aktie, vor allem im Hinblick auf Handelsvolumina und -umsätze, Bid-Ask-Spreads und Streubesitz (vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21 – „WCM/TLG“; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22 – „Vodafone/Kabel Deutschland“). Die Rechtsprechung des BGH bezieht sich dabei nicht nur auf die Barabfindung, sondern auch auf die Abfindung durch Aktien der herrschenden Gesellschaft; sind die Börsenkurse von herrschender und beherrschter Gesellschaft hinreichend aussagekräftig, so können sie für die Bestimmung der Umtauschrelation herangezogen werden (vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21 – „WCM/TLG“).

Auch eine Ermittlung der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG und der Abfindung nach § 305 AktG auf der Grundlage eines nach der Ertragswertmethode gemäß IDW S1 ermittelten Unternehmenswerts wird in der Rechtsprechung regelmäßig akzeptiert.

Nach der Rechtsprechung kann die Angemessenheit einer Abfindung mittels einer Gesamtbeurteilung überprüft werden. So hat das OLG Frankfurt/M. im Fall eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out die auf Basis des Börsenkurses ermittelte Barabfindung anhand einer Gesamtbeurteilung unter Berücksichtigung des Ertragswerts überprüft (OLG Frankfurt/M., Beschluss vom 9. Februar 2024 – 21 W 129/22, Rn. 25 ff. (juris) – „ISRA Vision“). Diese Entscheidung liegt auf der Linie der Entscheidung des OLG München in Sachen „Kabel Deutschland/Vodafone“, in der ebenfalls eine Gesamtbeurteilung unter Berücksichtigung des Börsenkurses, des Ertragswerts sowie weiterer Umstände durchgeführt wurde und die auch insoweit ausdrücklich durch den BGH gebilligt wurde (OLG München, Beschluss vom 14. Dezember 2021 – 31 Wx 190/20, Rn. 113 ff. (juris); BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/23, Rn. 54 i.V.m. 49 (juris) – „Kabel Deutschland/Vodafone“).

Der Vorstand von Deutsche Wohnen und der Vorstand von Vonovia haben Ebner Stolz als Bewertungsgutachter gemeinsam beauftragt, eine Gutachtliche Stellungnahme zu den Unternehmenswerten der Vonovia und der Deutsche Wohnen zum Tag der geplanten Hauptversammlung der Deutsche Wohnen, dem 23. Januar 2025, sowie zur Höhe der angemessenen Ausgleichszahlung i.S.v. § 304 AktG und der angemessenen Abfindung i.S.v. § 305 AktG zu erstellen. Der Bewertungsgutachter hat die für die Gutachtliche Stellungnahme erforderlichen Arbeiten von Anfang März bis Mitte Dezember 2024 durchgeführt. Der Bewertungsgutachter hat am 14. Dezember 2024 seine Gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung der Unternehmenswerte der Vonovia und der Deutsche Wohnen zum Bewertungsstichtag am 23. Januar 2025, des angemessenen Ausgleichs (§ 304 AktG) und der angemessenen Abfindung (§ 305 AktG), vorgelegt.

In ihrer Funktion als neutraler Gutachter im Sinne des IDW S1 kommt Ebner Stolz in der Gutachtlichen Stellungnahme zu den folgenden Ergebnissen: Die Börsenkurse von Deutsche Wohnen und Vonovia sind das Ergebnis einer effizienten Informationsverarbeitung durch den Kapitalmarkt und die Aktien von Deutsche Wohnen und Vonovia sind uneingeschränkt verkehrsfähig. Sie stellen deshalb eine geeignete Grundlage für die Ermittlung einer aus Sicht der außenstehenden Aktionäre der Deutsche Wohnen sowie der Vonovia-Aktionäre angemessenen Abfindung i.S.v. § 305 AktG dar. Der maßgebliche durchschnittliche Börsenkurs beträgt EUR 19,81 je Deutsche Wohnen-Aktie und EUR 29,36 je Vonovia-Aktie. Relevant ist insoweit der nach Handelsvolumen gewichtete und von der BaFin ermittelte durchschnittliche Börsenkurs der Deutsche Wohnen-Aktien im Dreimonatszeitraum vor der Bekanntgabe der Absicht zum Abschluss eines BGAV zwischen Deutsche Wohnen und Vonovia am 18. September 2024 (siehe auch Abschnitt E.II). Die daraus resultierende Börsenkursrelation der Deutsche Wohnen-Aktie zur Aktie der Vonovia beträgt 1 zu 0,67.

Der zusätzlich von Ebner Stolz nach dem Ertragswertverfahren zum 23. Januar 2025 ermittelte objektivierte Unternehmenswert im Sinne des IDW S1 von Vonovia beläuft sich auf rund EUR 25.374,7 Mio., der der Deutsche Wohnen auf rund EUR 9.728,5 Mio. Hieraus ergibt sich ein Anteilswert je Aktie der Vonovia von EUR 30,84 und je Deutsche Wohnen-Aktie von 24,51. Daraus ergibt sich ein rechnerisches Umtauschverhältnis der Deutsche Wohnen-Aktien zu den Aktien der Vonovia von 1 zu 0,7947.

Angesichts der von Ebner Stolz ermittelten unterschiedlichen Unternehmenswerte sowie der daraus resultierenden, voneinander abweichenden Umtauschverhältnisse gehen die Vorstände der Vertragsparteien auf der Grundlage einer Gesamtbeurteilung unter Berücksichtigung der Gutachtlichen Stellungnahme, der Einschätzungen des Vertragsprüfers, der historischen Börsenkursentwicklung und des Interesses beider Vertragsparteien am Zustandekommen des Vertrags davon aus, dass die aus Sicht der außenstehenden Aktionäre der Deutsche Wohnen sowie der Vonovia-Aktionäre angemessene Abfindung i.S.v. § 305 AktG bei 0,7947 Stückaktien der Vonovia mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils EUR 1,00 je Deutsche Wohnen-Aktie liegt.

Der aus dem rechnerischen objektivierten Unternehmenswert nach IDW S1 abgeleitete aus Sicht der außenstehenden Aktionäre der Deutsche Wohnen sowie der Vonovia-Aktionäre angemessene Ausgleich i.S.v. § 304 AktG beträgt nach Ermittlungen des Bewertungsgutachters brutto EUR 1,22 bzw. netto EUR 1,03 je Deutsche Wohnen-Aktie.

Die vollständige Fassung der Gutachtlichen Stellungnahme von Ebner Stolz zum Unternehmenswert von Vonovia und Deutsche Wohnen vom 14. Dezember 2024 ist diesem Vertragsbericht als **Anlage 3** beigelegt und damit integraler Bestandteil dieses Vertragsberichts.

Der Vorstand von Deutsche Wohnen und der Vorstand von Vonovia machen sich die Ausführungen von Ebner Stolz in der genannten Gutachtlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert von Deutsche Wohnen, zum angemessenen Ausgleich und zur angemessenen Abfindung nach eigener Prüfung inhaltlich vollständig zu eigen und machen sie zum Gegenstand dieses Vertragsberichts. Weiterhin halten der Vorstand von Deutsche Wohnen und der Vorstand von Vonovia einen Ausgleich in Form der Ausgleichszahlung i.S.v. § 304 AktG in Höhe von brutto EUR 1,22 bzw. netto EUR 1,03 für die Ausgleichszahlung je Deutsche Wohnen-Aktie für angemessen.

Die Gutachtliche Stellungnahme wird – wie auch dieser Vertragsbericht – zusammen mit den weiteren nach § 293f Absatz 1 AktG erforderlichen Unterlagen von der Einberufung der Hauptversammlung von Deutsche Wohnen, die über die Zustimmung zu dem Vertrag beschließt, über die Internetseite der Vonovia unter <https://investoren.vonovia.de/hv> sowie auf der Internetseite Deutsche Wohnen unter <https://www.deutsche-wohnen.com/hv> zugänglich sein.

Der Vorstand von Deutsche Wohnen und der Vorstand von Vonovia weisen ausdrücklich darauf hin, dass die Planungen von Deutsche Wohnen und Vonovia, welche die Grundlage der Unternehmensbewertung bilden, zwar nach bestem Wissen und Gewissen erstellt wurden, sie aber auf zukunftsgerichteten Umständen oder Veränderungen der Markt- und Wettbewerbsverhältnisse beruhen, deren Eintritt außerhalb der Einflussmöglichkeit von Deutsche Wohnen bzw. Vonovia liegen kann, und, dass für den tatsächlichen Eintritt der den Planungen zugrundeliegenden Tatsachen und Prognosen weder von Deutsche Wohnen noch von Vonovia eine Haftung übernommen wird und werden kann. Dieser Vertragsbericht dient ausschließlich der Erfüllung der jeweiligen gesetzlichen Informationspflicht gemäß § 293a AktG.

II. Ermittlung und Festlegung der angemessenen Abfindung nach § 305 AktG

Gemäß § 5 Absatz 1 des Vertrags erhält jeder außenstehende Deutsche Wohnen-Aktionär, der von dem Abfindungsangebot Gebrauch machen will, für jede Deutsche Wohnen-Aktie 0,7947 Aktien der Vonovia. Die für die Vereinbarung der Art der Abfindung als Abfindung in Aktien ausschlaggebenden Gründe sind in Abschnitt D.I.5.1 dargestellt.

Die Vorstände der Vertragsparteien haben übereinstimmend das Umtauschverhältnis auf Grundlage der Ergebnisse der Gutachtlichen Stellungnahme von Ebner Stolz vom 14. Dezember 2024 festgesetzt. Unter Berücksichtigung der Ergebnisse des am 14. Dezember 2024 im finalen Entwurf vorgelegten Prüfungsberichts hat der jeweilige Aufsichtsrat der Vertragsparteien am 14. Dezember 2024 der Festlegung der Höhe der Abfindung durch die Vorstände der Vertragsparteien zugestimmt.

Für die Bestimmung des Umtauschverhältnisses haben die Vertragsparteien im Rahmen einer Gesamtbeurteilung die Börsenkurse der Deutsche Wohnen-Aktie und der Aktie von Vonovia, die Ertragswerte von Deutsche Wohnen und Vonovia sowie weitere Umstände wie die historische Börsenkursentwicklung, die Einschätzungen des Vertragsprüfers und das Interesse der Vertragsparteien am Zustandekommen des Vertrags berücksichtigt.

1. Börsenkursrelationen

Ebner Stolz hat festgestellt, dass die Börsenkurse von Deutsche Wohnen und Vonovia das Ergebnis einer effizienten Informationsverarbeitung durch den Kapitalmarkt sind und dass die Deutsche Wohnen- und Vonovia-Aktien uneingeschränkt verkehrsfähig sind. Nach den Untersuchungen von Ebner Stolz ist der Börsenkurs im relevanten Referenzzeitraum (dazu sogleich) sowohl nach ökonomischen als auch nach juristischen, aus der Rechtsprechung abgeleiteten Kriterien hinreichend aussagekräftig:

- Die Aktien der Deutsche Wohnen und der Vonovia sind hochliquide; die Liquiditätskennzahlen liegen deutlich über bzw. unter den Schwellenwerten, die in der Rechtsprechung genannt werden. Die durchschnittlichen täglichen Handelsvolumina lagen in den zwölf Monaten vor dem Tag der Bekanntmachung der Absicht zum Abschluss eines BGAV am 18. September 2024 bei EUR 1,5 Mio. für Deutsche Wohnen-Aktien sowie

bei EUR 63,8 Mio. für Vonovia-Aktien. Auch die durchschnittlichen Transaktionskosten waren für beide Aktien sehr niedrig. In den zwölf Monaten vor dem 18. September 2024 ergeben sich durchschnittliche Bid-Ask-Spreads von 0,34 % für die Deutsche Wohnen sowie von 0,07 % für Vonovia.

- Sowohl in Bezug auf die Deutsche Wohnen als auch in Bezug auf Vonovia lassen sich ein hoher Grad an Informationsbereitstellung sowie eine hinreichend intensive Beobachtung durch die Marktteilnehmer feststellen.
- Es gab keine den Wert wesentlich beeinflussenden Veränderungen der operativen oder finanziellen Struktur beziehungsweise wertbeeinflussenden außergewöhnlichen Transaktionen oder wesentlichen Strukturmaßnahmen der Deutsche Wohnen oder der Vonovia zwischen dem für die Ermittlung des Börsenkurses maßgeblichen Stichtag und dem Tag der Ausfertigung der Gutachtlichen Stellungnahme durch Ebner Stolz, und bis zum Bewertungsstichtag sind auch keine solchen Veränderungen zu erwarten.
- Die Kursentwicklung der Deutsche Wohnen und Vonovia-Aktien weist in den drei Monaten vor dem 18. September 2024 keine Häufung aufeinanderfolgender Aktienkurse auf, die um mehr als 5 % voneinander abweichen. Anhaltspunkte für Kursmanipulationen liegen ebenfalls nicht vor.

Der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert einer Aktie ist nach der Rechtsprechung des BGH grundsätzlich auf Grundlage eines volumengewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln (vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22 – „Vodafone/Kabel Deutschland“; BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“).

Der durchschnittliche Börsenkurs der Deutsche Wohnen-Aktie bzw. der Aktie der Vonovia im Dreimonatszeitraum vor der am 18. September 2024 erfolgten Bekanntgabe der Absicht der Vonovia, einen BGAV mit der Deutsche Wohnen vorzubereiten und abzuschließen, wurde von der BaFin für Deutsche Wohnen-Aktien mit EUR 19,81 und für Aktien der Vonovia mit EUR 29,36 ermittelt. Die daraus resultierende Börsenkursrelation der Deutsche Wohnen-Aktie zur Aktie der Vonovia beträgt 1 zu 0,67.

Ergänzend hat Ebner Stolz in der Gutachtlichen Stellungnahme auch den Median sowie den Mittelwert der börsenkursbasierten Umtauschverhältnisse ermittelt, die sich auf Basis volumengewichteter Dreimonatsdurchschnittskurse ausgehend vom 18. September 2023 (inklusive) bis zum 17. September 2024 (inklusive) ergeben. Der auf diese Weise ermittelte Median beträgt 0,76, der Mittelwert beträgt 0,79.

2. Unternehmensbewertung von Vonovia und Deutsche Wohnen nach dem Ertragswertverfahren

Der vom Bewertungsgutachter in seinem Bewertungsgutachten nach dem Ertragswertverfahren gemäß IDW S1 zum 23. Januar 2025 ermittelte objektivierte Unternehmenswert der Vonovia beläuft sich auf rund EUR 25.374,7 Mio. und der Anteilswert, bei 822.852.925 Aktien der Vonovia, beträgt EUR 30,84 je Aktie der Vonovia. Der nach dem Ertragswertverfahren zum 23. Januar 2025 zu ermittelnde objektivierte Unternehmenswert im Sinne des IDW S1 der Deutsche Wohnen beläuft sich auf rund EUR 9.728,5 Mio. und der An-

teilswert, bei 396.934.985 Deutsche Wohnen-Aktien, beträgt EUR 24,51 je Deutsche Wohnen-Aktie. Daraus ergibt sich ein rechnerisches Umtauschverhältnis der Deutsche Wohnen-Aktien zu den Aktien der Vonovia von 1 zu 0,7947.

3. Gesamtbeurteilung

Als Ergebnis einer nach der Rechtsprechung zulässigen Gesamtbeurteilung haben die Vertragsparteien unter Berücksichtigung der Börsenkurse von Deutsche Wohnen und Vonovia, der durch Ebner Stolz ermittelten Ertragswerte, der Einschätzungen des Vertragsprüfers sowie der historischen Börsenkursentwicklung und des Interesses der Vertragsparteien am Zustandekommen des Vertrags ein Umtauschverhältnis von 0,7947 Stückaktien der Vonovia je Deutsche Wohnen-Aktie vereinbart.

III. Ermittlung und Festlegung der Höhe der angemessenen Ausgleichszahlung nach § 304 AktG

Nach § 4 Absatz 1 und Absatz 2 des Vertrags gewährt Vonovia den außenstehenden Deutsche Wohnen-Aktionären erstmalig für das im Zeitpunkt der Eintragung des Vertrags im Handelsregister der Deutsche Wohnen laufende Geschäftsjahr, d.h. voraussichtlich ab dem Geschäftsjahr, das am 1. Januar 2025 beginnt, für die Dauer des Vertrags eine feste jährliche Ausgleichszahlung. Die jährliche Ausgleichszahlung beträgt brutto EUR 1,22 (Bruttoausgleichsbetrag) und netto EUR 1,03 (Nettoausgleichsbetrag) je Deutsche Wohnen-Aktie.

Die Gründe, weshalb die Vertragsparteien eine feste Ausgleichszahlung vereinbart haben, wurden in Abschnitt D.I.4.1 dargestellt. Die Vertragsparteien haben sich in Übereinstimmung mit der Rechtsprechung des BGH (Beschluss vom 21. Juli 2003 – II ZB 17/01 – „Y-tong“) auf einen Brutto-Betrag geeinigt. Diesbezüglich wird auf die Erläuterungen in Abschnitt D.I.4.2 verwiesen.

Der Vorstand von Deutsche Wohnen und der Vorstand von Vonovia haben im gegenseitigen Einvernehmen die Höhe der Ausgleichszahlung auf Basis der Ergebnisse der Gutachtlichen Stellungnahme vom 14. Dezember 2024 festgesetzt, in der der Bewertungsgutachter zu dem Ergebnis gelangt, dass der aus dem rechnerischen objektivierten Unternehmenswert von Deutsche Wohnen nach IDW S1 abgeleitete angemessene Ausgleich brutto EUR 1,22 (netto EUR 1,03) für die angemessene Ausgleichszahlung je Deutsche Wohnen-Aktie beträgt. Eine Ermittlung der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG auf der Grundlage des Börsenkurses von Deutsche Wohnen wäre nach Einschätzung von Ebner Stolz nicht sachgerecht, da der Börsenkurs die Ertragskraft von Deutsche Wohnen übersteigt.

F. Vertragsprüfung

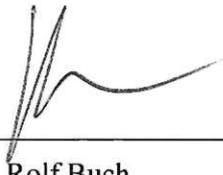
Der Vertragsprüfer I-ADVISE hat den Vertrag und insbesondere die Angemessenheit der Abfindung sowie der jährlichen Ausgleichszahlung geprüft und hierüber einen Prüfungsbericht erstellt, in dem die im Vertrag vorgesehene Abfindung und die ermittelte jährliche Ausgleichszahlung als angemessen bestätigt werden. Der Prüfungsbericht wird zusammen mit den in § 293f Absatz 1 AktG genannten Unterlagen vom Zeitpunkt der Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlungen auf der Internetseite der Vonovia unter <https://investoren.vonovia.de/hv> sowie auf der Internetseite von Deutsche Wohnen unter <https://www.deutsche-wohnen.com/hv> zugänglich sein.

[Unterschriftenseiten folgen]

Vonovia SE

Der Vorstand

Bochum, den 15. Dezember 2024



Rolf Buch

Mitglied des Vorstands, CEO



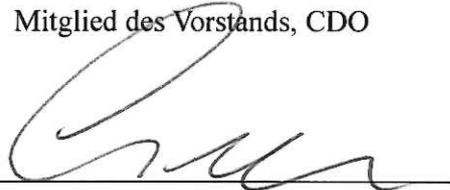
Daniel Riedl

Mitglied des Vorstands, CDO



Arnd Fittkau

Mitglied des Vorstands, CRO



Philip Grosse

Mitglied des Vorstands, CFO



Ruth Werhahn

Mitglied des Vorstands, CHRO

[Unterschriftenseite zum Vertragsbericht Vonovia SE und Deutsche Wohnen SE]

Deutsche Wohnen SE

Der Vorstand

Berlin, den 15. Dezember 2024



Lars Urbansky

Mitglied des Vorstands, CEO



Olaf Weber

Mitglied des Vorstands, CFO



Eva Weiß

Mitglied des Vorstands, CDO

Anlage 1 Liste sämtlicher Vonovia-Konzerngesellschaften

Anlage 1

Vonovia-Unternehmen (Stand: 31. Dezember 2023)

HR-Name	Sitz
Deutsche Annington Beteiligungsverwaltungs GmbH	Düsseldorf
Deutsche Wohn-Inkasso GmbH	Bochum
Deutsche Annington Acquisition Holding GmbH	Düsseldorf
Vonovia Wohnumfeld Service GmbH	Düsseldorf
MIRA Grundstücksgesellschaft mbH	Düsseldorf
Living Innovations- & Beteiligungsgesellschaft mbH	Bochum
Deutsche Annington Wohnungsgesellschaft I mbH	Essen
Deutsche Annington Immobilien-Dienstleistungen GmbH	Düsseldorf
Deutsche Annington Interim DAMIRA GmbH	Düsseldorf
Frankfurter Siedlungsgesellschaft mbH (FSG)	Düsseldorf
FSG-Holding GmbH	Düsseldorf
Deutsche Annington Fünfte Beteiligungsgesellschaft mbH	Düsseldorf
Deutsche Annington WOGÉ Vier GmbH & Co. KG	Bochum
Deutsche Annington Holdings Eins GmbH	Düsseldorf
Deutsche Annington Holdings Zwei GmbH	Düsseldorf
Vonovia Modernisierungs GmbH	Düsseldorf
DA DMB Netherlands B.V.	Eindhoven
Deutsche Annington DMB Eins GmbH	Bochum
Wohnumfeld Hausservice GmbH	Bochum
Deutsche Annington Holdings Drei GmbH	Bochum
Deutsche Annington Holdings Sechs GmbH	Bochum
Vonovia Engineering GmbH	Bochum
Dr. Schönberger GmbH	Erfurt
NEARBYK GmbH	Bochum
Deutsche TGS GmbH	Düsseldorf
Vonovia Immobilienservice GmbH	München
Deutsche Multimedia Service GmbH	Düsseldorf
Vonovia Energie Service GmbH	Bochum
Deutsche Annington Kundenservice GmbH	Bochum
Vonovia Eigentumsservice GmbH	Bochum
Vonovia Immobilienmanagement GmbH	Bochum
ecowo GmbH	Bochum
Viterra Holdings Eins GmbH	Düsseldorf
Viterra Holdings Zwei GmbH	Düsseldorf
Vonovia SE	Bochum
Deutsche Annington Zweite Beteiligungsgesellschaft mbH	Düsseldorf
Vonovia Pro Bestand Nord GmbH	Bochum
Vonovia Pro Bestand Nord Invest GmbH	Bochum
Vonovia Pro Bestand Nord Real Estate GmbH	Bochum
Deutsche Annington WOGÉ Vier Bestands GmbH & Co. KG	Bochum
Deutsche Annington Holdings Vier GmbH	Düsseldorf
Deutsche Annington Holdings Fünf GmbH	Düsseldorf
Deutsche Annington WOGÉ Sieben Verwaltungs-GmbH	Düsseldorf
Deutsche Annington Heimbau GmbH	Kiel
Deutsche Annington Haus GmbH	Kiel
Deutsche Annington DEWG GmbH & Co. KG	Bochum
Alboingärten Bauvorhaben Bessemerstraße GmbH	Schönefeld
Wohnungsgesellschaft Ruhr-Niederrhein mbH Essen.	Essen
Deutsche Annington Rhein - Ruhr GmbH & Co. KG	Bochum
Eisenbahn-Wohnungsbaugesellschaft Köln mbH	Köln
Deutsche Annington Fundus Immobiliengesellschaft mbH	Köln
Deutsche Annington Rheinland Immobiliengesellschaft mbH	Köln
Deutsche Eisenbahn-Wohnungs-Gesellschaft mbH	Leipzig
Deutsche Annington DEWG Verwaltungs GmbH	Düsseldorf
BWG Frankfurt am Main Bundesbahn-Wohnungsgesellschaft mbH	Frankfurt am Main
Eisenbahn-Wohnungsbau-Gesellschaft Karlsruhe GmbH	Karlsruhe
Bundesbahn-Wohnungsbaugesellschaft Kassel Gesellschaft mit beschränkter Haftung	Kassel
Bundesbahn Wohnungsbaugesellschaft Kassel Gesellschaft mit beschränkter Haftung - Bilanzstelle	Kassel
"Siege" Siedlungsgesellschaft für das Verkehrspersonal mbH Mainz	Mainz
Eisenbahn-Siedlungsgesellschaft Augsburg mbH (Siegau)	Augsburg
Baugesellschaft Bayern mbH	München
Eisenbahn-Wohnungsbaugesellschaft Nürnberg GmbH	Nürnberg
Bundesbahn-Wohnungsbaugesellschaft Regensburg mbH	Regensburg
Vonovia Finance B.V.	Amsterdam
DA EB GmbH	Nürnberg
Vonovia Elbe Wohnen GmbH	Bochum
PRIMA Wohnbauten Privatisierungs-Management GmbH	Berlin
Deutsche Annington Holdings Vier GmbH & Co. KG	Bochum
Deutsche Annington Sechste Beteiligungs GmbH	Düsseldorf
Deutsche Annington McKinley-Holding GmbH & Co. KG	Bochum

Anlage 1

Vonovia-Unternehmen (Stand: 31. Dezember 2023)

HR-Name	Sitz
Deutsche Annington McKinley Eins Verwaltungs GmbH	Düsseldorf
Deutsche Annington McKinley Eins GmbH & Co. KG	Bochum
Fjord Immobilien GmbH	Kiel
BUWOG - Bauen und Wohnen Süd GmbH	Lindau
Norddeutsche Immobilien Holding GmbH	Bochum
VIH GmbH	Bochum
SEED 1 GmbH	Berlin
DA Jupiter NL JV Holdings 1 B.V.	Amsterdam
DA Jupiter Wohnanlage GmbH	Düsseldorf
DAIG 1. Objektgesellschaft mbH	Düsseldorf
DAIG 2. Objektgesellschaft mbH	Düsseldorf
DAIG 3. Objektgesellschaft mbH	Düsseldorf
DAIG 4. Objektgesellschaft mbH	Düsseldorf
DAIG 12. Objektgesellschaft mbH	Düsseldorf
DAIG 13. Objektgesellschaft mbH	Düsseldorf
DAIG 9. Objektgesellschaft B.V.	Amsterdam
DAIG 10. Objektgesellschaft B.V.	Amsterdam
DAIG 11. Objektgesellschaft B.V.	Amsterdam
DAIG 14. Objektgesellschaft B.V.	Amsterdam
DAIG 15. Objektgesellschaft B.V.	Amsterdam
DAIG 17. Objektgesellschaft B.V.	Amsterdam
DAIG 18. Objektgesellschaft B.V.	Amsterdam
DAIG 19. Objektgesellschaft B.V.	Amsterdam
DAIG 20. Objektgesellschaft B.V.	Amsterdam
DAIG 21. Objektgesellschaft B.V.	Amsterdam
DAIG 22. Objektgesellschaft B.V.	Amsterdam
DAIG 23. Objektgesellschaft B.V.	Amsterdam
DAIG 24. Objektgesellschaft B.V.	Amsterdam
DAIG 25. Objektgesellschaft B.V.	Amsterdam
Beamten-Baugesellschaft Bremen Gesellschaft mit beschränkter Haftung	Bremen
Kieler Wohnungsbaugesellschaft mit beschränkter Haftung	Kiel
Bremische Gesellschaft für Stadterneuerung, Stadtentwicklung und Wohnu	Bremen
Börsenhof A Besitz GmbH	Bremen
RSTE Objektgesellschaft Wohnanlagen für Chemnitz mbH	Wuppertal
Franconia Invest 1 GmbH	Düsseldorf
Franconia Wohnen GmbH	Düsseldorf
Vonovia Elbe Berlin II GmbH	Nürnberg
Vonovia Elbe Berlin III GmbH	Nürnberg
Vonovia Elbe Dresden I GmbH	Nürnberg
Vonovia Elbe Ost GmbH	Nürnberg
Vonovia Elbe GmbH	Nürnberg
Vonovia Elbe Wannsee I GmbH	Nürnberg
Grundwert Living GmbH	Berlin
BUWOG - Bauen und Wohnen Leipzig GmbH	Leipzig
BUWOG Projektmanagement GmbH	Berlin
BUWOG - Bauen und Wohnen Deutschland 1 GmbH	Schönefeld
Süddeutsche Wohnen Holding GmbH	Bochum
Vonovia Operations GmbH	Bochum
Vonovia Eigentumsverwaltungs GmbH	Bochum
BUWOG Immobilien Treuhand GmbH	Bochum
Vonovia Dritte Berlin GmbH	Schönefeld
GAGFAH Holding GmbH	Bochum
GAGFAH Asset Management GmbH	Bochum
Vonovia Kundenservice GmbH	Bochum
Vonovia Technischer Service Nord GmbH	Essen
Vonovia Mess Service GmbH	Essen
GAGFAH Hausservice GmbH	Essen
GAGFAH GmbH	Bochum
GAGFAH M Immobilien-Management GmbH	Bochum
Neues Schweizer Viertel Betriebs+Service GmbH & Co. KG	Berlin
NILEG Immobilien Holding GmbH	Hannover
Osnabrücker Wohnungsbaugesellschaft mit beschränkter Haftung	Osnabrück
NILEG Norddeutsche Immobiliengesellschaft mbH	Hannover
Wohnungsgesellschaft Norden mit beschränkter Haftung	Hannover
Wohnungsbau Niedersachsen Gesellschaft mit beschränkter Haftung	Hannover
GAGFAH Acquisition 1 GmbH	Bochum
GAGFAH Acquisition 2 GmbH	Bochum
GAGFAH Erste Grundbesitz GmbH	Bochum
GAGFAH Zweite Grundbesitz GmbH	Bochum
GAGFAH Dritte Grundbesitz GmbH	Bochum

Anlage 1

Vonovia-Unternehmen (Stand: 31. Dezember 2023)

HR-Name	Sitz
GAGFAH Griffin Holding GmbH	Bochum
GAGFAH Griffin GmbH	Bochum
GBH Acquisition GmbH	Bochum
GBH Service GmbH	Brenz
WOBA HOLDING GMBH	Dresden
WOBA DRESDEN GMBH	Dresden
Immo Service Dresden GmbH	Dresden
Vonovia Technischer Service Süd GmbH	Dresden
Bau- und Siedlungsgesellschaft Dresden mbH	Dresden
Liegenschaften Weißig GmbH	Dresden
WOHNBAU NORDWEST GmbH	Dresden
SÜDOST WOBA DRESDEN GMBH	Dresden
Haus- und Boden-Fonds 38	Essen
Süddeutsche Wohnen Management Holding GmbH	Stuttgart
Süddeutsche Wohnen Gebäude GmbH	Stuttgart
Süddeutsche Wohnen GmbH	Stuttgart
Süddeutsche Wohnen Grundstücksgesellschaft mbH	Stuttgart
Eisenbahn-Siedlungsgesellschaft Stuttgart, gemeinnützige Gesellschaft mit beschränkter Haftung	Stuttgart
RVG Rheinauhafen-Verwaltungsgesellschaft mbH	Köln
Vonovia Managementverwaltung GmbH	Nürnberg
Vonovia Immobilienmanagement one GmbH	Frankfurt am Main
Vonovia Immobilienmanagement two GmbH	Frankfurt am Main
KWG Kommunale Wohnen GmbH	Berlin
KWG Grundbesitz I Verwaltungs GmbH	Berlin
KWG Grundbesitz CI GmbH & Co. KG	Berlin
KWG Immobilien GmbH	Berlin
SWG Siedlungs- und Wohnhausgesellschaft Sachsen GmbH	Berlin
KWG Grundbesitz CIII GmbH & Co. KG	Berlin
KWG Grundbesitz III GmbH	Berlin
KWG Grundbesitz VI GmbH	Berlin
KWG Grundbesitz X GmbH	Berlin
HvD I Grundbesitzgesellschaft mbH	Berlin
Barmer Wohnungsbau GmbH	Wuppertal
Barmer Wohnungsbau Grundbesitz I GmbH	Wuppertal
Barmer Wohnungsbau Grundbesitz IV GmbH	Wuppertal
Barmer Wohnungsbau Grundbesitz V GmbH	Wuppertal
conwert Deutschland Holding GmbH	Berlin
conwert Capricornus Invest GmbH	Zossen
conwert Carina Invest GmbH	Berlin
conwert Lepus Invest GmbH	Berlin
conwert omega Invest GmbH	Zossen
conwert Wohn-Fonds GmbH	Zossen
conwert Epitaurus Invest GmbH	Zossen
HPE Hausbau GmbH	Zossen
HPE Sechste Hausbau Portfolio GmbH	Zossen
HPE Siebte Hausbau Portfolio GmbH	Berlin
conwert Alfhild II Invest GmbH	Berlin
conwert Eisa Invest GmbH	Zossen
conwert Wali Invest GmbH	Berlin
conwert & kelber Besitz 10/2007 GmbH	Berlin
conwert & kelber Bestand 10/2007 GmbH	Berlin
conwert & kelber Besitz 11/2007 GmbH	Zossen
KKS Projektentwicklung GmbH	Berlin
conwert Alfhild Invest GmbH	Berlin
conwert Deutschland Beteiligungsholding GmbH	Berlin
conwert Centaurus Invest GmbH	Zossen
GAG Grundstücksverwaltungs-GmbH	Berlin
conwert Tizian 1 Invest GmbH	Berlin
conwert Tizian 2 Invest GmbH	Berlin
conwert Grundbesitz Leipzig Besitz GmbH	Berlin
conwert Immobilien Development GmbH	Berlin
conwert Grazer Damm Development GmbH	Zossen
conwert gamma Invest GmbH	Berlin
conwert delta Invest GmbH	Berlin
conwert Pegasus Invest GmbH	Berlin
conwert Grundbesitz Leipzig Bestand GmbH	Zossen
conwert Berlin 2 Immobilien Invest GmbH	Zossen
conwert lambda Invest GmbH	Berlin
IESA Immobilien Entwicklung Sachsen GmbH	Berlin
BUWOG - Bauen und Wohnen Deutschland 3 GmbH	Berlin

Anlage 1

Vonovia-Unternehmen (Stand: 31. Dezember 2023)

HR-Name	Sitz
conwert Sachsen Invest GmbH	Zossen
conwert Dresden Vier Invest GmbH	Berlin
Diak-Nd Pflege-Altenheime Besitz GmbH	Berlin
conwert Deutschland GmbH	Berlin
alt+kelber Immobilienverwaltung GmbH	Berlin
BUWOG - Rhein-Main Development GmbH	Hanau
BUWOG - Berlin Wohnen GmbH	Kiel
BUWOG - Berlin Wohnen II GmbH	Kiel
BUWOG - Hamburg Wohnen GmbH	Kiel
BUWOG - Berlin Wohnen III GmbH	Kiel
BUWOG - Grundstücks- und Betriebs GmbH	Kiel
BUWOG - Gartenfeld Wohnen GmbH	Kiel
BUWOG - Schleswig-Holstein GmbH	Kiel
BUWOG - Hamburg Süd GmbH	Kiel
BUWOG - Kiel Meimersdorf GmbH	Kiel
Planungsgemeinschaft "Das-Neue-Gartenfeld" GmbH & Co. KG	Berlin
Planungsgemeinschaft "Das-Neue-Gartenfeld" Verwaltungs GmbH	Berlin
BUWOG - Kassel Verwaltungs GmbH	Kiel
BUWOG Kassel I GmbH & Co. KG	Bochum
BUWOG Kassel II GmbH & Co. KG	Bochum
BUWOG - Berlin I GmbH & Co. KG	Bochum
BUWOG - Berlin Kreuzberg I GmbH & Co. KG	Bochum
BUWOG - Kiel I GmbH & Co. KG	Bochum
BUWOG Syke GmbH	Kiel
BUWOG - Lüneburg GmbH	Kiel
BUWOG - Niedersachsen/Bremen GmbH	Kiel
Tempelhofer Feld GmbH für Grundstücksverwertung	Kiel
BUWOG - Spandau Primus GmbH	Kiel
BUWOG Spandau 1 GmbH & Co. KG	Kiel
BUWOG Spandau 2 GmbH & Co. KG	Kiel
BUWOG Spandau 3 GmbH & Co. KG	Kiel
BUWOG - Hausmeister GmbH	Kiel
BUWOG - Immobilien Management GmbH	Kiel
BUWOG - Gartenfeld Development GmbH	Berlin
BUWOG - Jahnstraße Development GmbH	Berlin
BUWOG - Weidenbaumsweg Development GmbH	Berlin
BUWOG - Mariendorfer Weg Development GmbH	Berlin
BUWOG - Harzer Straße Development GmbH	Berlin
BUWOG - Heidestraße Development GmbH	Berlin
BUWOG - Goethestraße Development GmbH	Berlin
BUWOG - Bauen und Wohnen Deutschland 2 GmbH	Berlin
BUWOG - Region Ost Development GmbH	Berlin
BUWOG - Lückstraße Development GmbH	Berlin
BUWOG - Parkstraße Development GmbH	Berlin
BUWOG Bauträger GmbH	Berlin
BUWOG-Lindenstraße Development GmbH	Berlin
BUWOG - Regattastraße Development GmbH	Berlin
BUWOG - Gervinusstraße Development GmbH	Berlin
BUWOG-Westendpark Development GmbH	Berlin
BUWOG - NDL I GmbH	Kiel
BUWOG - NDL II GmbH	Kiel
BUWOG - NDL III GmbH	Kiel
BUWOG - NDL IV GmbH	Kiel
BUWOG - NDL V GmbH	Kiel
BUWOG - NDL VI GmbH	Kiel
BUWOG - NDL VII GmbH	Kiel
BUWOG - NDL VIII GmbH	Kiel
BUWOG - NDL IX GmbH	Kiel
BUWOG - NDL X GmbH	Kiel
BUWOG - NDL XI GmbH	Kiel
BUWOG - NDL XII GmbH	Kiel
BUWOG - NDL XIII GmbH	Kiel
BUWOG - Kiel II GmbH	Kiel
BUWOG - Hamburg Umland I GmbH	Kiel
BUWOG - Kiel III GmbH	Kiel
BUWOG - Kiel IV GmbH	Kiel

Anlage 1

Vonovia-Unternehmen (Stand: 31. Dezember 2023)

HR-Name	Sitz
BUWOG - Berlin II GmbH	Kiel
BUWOG - Herzogtum Lauenburg GmbH	Kiel
BUWOG - Braunschweig I GmbH	Kiel
BUWOG - Lübeck Hanse I GmbH	Kiel
BUWOG - Lübeck Hanse II GmbH	Kiel
BUWOG - Lübeck Hanse IV GmbH	Kiel
BUWOG - Lübeck Hanse III GmbH	Kiel
BUWOG - Kiel V GmbH	Kiel
BUWOG - Hamburg Umland II GmbH	Kiel
BUWOG Wohnwerk S.A.	Luxemburg
Buwog Lux I S.à r.l.	Esch-sur-Alzette
VONOVIA FRANCE SAS	Paris
LEMONDAS Grundstücksgesellschaft mbH & Co. KG	Grünwald
LEVON Grundstücksgesellschaft mbH & Co. KG	Grünwald
KADURA Grundstücksgesellschaft mbH & Co. KG	Grünwald
JANANA Grundstücksgesellschaft mbH & Co. KG	Grünwald
MAKANA Grundstücksgesellschaft mbH & Co. KG	Grünwald
MELCART Grundstücks-Verwaltungsgesellschaft mbH	Grünwald
MANGANA Grundstücksgesellschaft mbH & Co.KG	Grünwald
MIRIS Grundstücksgesellschaft mbH & Co. KG	Grünwald
BUWOG Group GmbH	Wien
GENA ZWEI Immobilienholding GmbH	Wien
BUWOG - Bauen und Wohnen Gesellschaft mbH	Wien
BUWOG Rathausstraße GmbH	Wien
BUWOG Süd GmbH	Villach
BUWOG - Projektholding GmbH	Wien
BUWOG - Penzinger Straße 76 GmbH	Wien
BUWOG Döblerholstraße GmbH	Wien
BUWOG Himberger Straße GmbH	Wien
BUWOG Handelskai 346 GmbH	Wien
BUWOG Diesterweggasse 27 GmbH	Wien
BUWOG Breitenfurterstraße 239 GmbH	Wien
BUWOG Demophon Immobilienvermietungs GmbH	Wien
BUWOG Gewerbeimmobilien Eins GmbH	Wien
BUWOG Breitenfurterstraße Eins, GmbH & Co KG	Wien
BUWOG Projektentwicklung GmbH	Wien
BUWOG Altprojekte GmbH	Wien
BUWOG Seeparkquartier Holding GmbH	Wien
BUWOG Seeparkquartier GmbH	Wien
BUWOG - PSD Holding GmbH	Wien
BUWOG Pfeiffergasse 3-5 GmbH	Wien
"Heller Fabrik" Liegenschaftsverwertungs GmbH	Wien
BUWOG Linke Wienzeile 280 GmbH	Wien
MARINA TOWER Holding GmbH	Wien
BUWOG Holding GmbH	Wien
ECO Business-Immobilien GmbH	Wien
EBI Beteiligungen GmbH	Wien
Kapital & Wert Immobilienbesitz GmbH	Wien
Brunn am Gebirge Realbesitz GmbH	Wien
BUWOG Laaer-Berg-Straße 45 GmbH	Wien
EB Immobilien Invest GmbH	Wien
EBI Beteiligungen GmbH & Co. 1190 Wien, Rampengasse 3-5, KG	Wien
TPI Tourism Properties Invest GmbH	Wien
T-Unternehmensbeteiligung GmbH	Wien
TPI Immobilien Holding GmbH	Wien
Gewerbepark Urstein Besitz GmbH	Wien
Gewerbepark Urstein Besitz GmbH & Co KG	Wien
GGJ Beteiligungs GmbH	Wien
GGJ Beteiligungs GmbH & Co Projekt Eins OG	Wien
Con value one Immobilien GmbH	Wien
G-Unternehmensbeteiligung GmbH	Wien
GJ-Beteiligungs GmbH	Wien
BUWOG Bestands und Projektentwicklungs GmbH	Wien
BUWOG ow Handelsges.m.b.H.	Wien
BUWOG cw Invest GmbH	Wien
Con Tessa Immobilienverwertung GmbH	Wien
DATAREAL Beteiligungsgesellschaft m.b.H. & Co. Gablenzgasse 60 KG	Wien
DATAREAL Beteiligungsgesellschaft m.b.H.& Co. Heiligenstädter Straße 9	Wien
"G1" Immobilienbesitz GmbH	Wien
Roßauer Lände 47-49 Liegenschaftsverwaltungs GmbH	Wien
WZH WEG Besitz GmbH	Wien
TP Besitz GmbH	Wien
CENTUM Immobilien GmbH	Wien

Anlage 1

Vonovia-Unternehmen (Stand: 31. Dezember 2023)

HR-Name	Sitz
Stubenbastei 10 und 12 Immobilien GmbH	Wien
GJ-Beteiligungs GmbH & Co Projekt Fünf OG	Wien
Anton Baumgartner-Straße 125, 1230 Wien, Besitz GmbH	Wien
Verein "Social City" - Verein zur Förderung der sozialen Kontakte und der s	Wien
BUWOG Bernreiterplatz 13 GmbH	Wien
BUWOG Baranygasse 7 GmbH	Wien
BUWOG Diesterweggasse 27 GmbH & Co KG	Wien
BUWOG Heiligenstädter Lände 29 GmbH & Co KG	Wien
BUWOG Turnergasse 9 GmbH	Wien
BUWOG HANDWERKEREI GmbH	Wien
Victoriahem AB	Malmö
Victoriahem Bygg och Projekt AB	Malmö
Victoriahem Fastigheter Göteborg AB	Malmö
Victoriahem Holding Lövgärdet AB	Malmö
Victoriahem Lövgärdet Handelsbolag	Malmö
Victoriahem Lövgärdet Ctr Kommanditbolag	Malmö
Victoriahem Bergsjön AB	Malmö
Victoriahem Holding Rosengård AB	Malmö
Victoriahem Rosengård AB	Malmö
Victoriahem Nygård AB	Malmö
Victoriahem Markaryd AB	Malmö
Victoriahem Holding Tensta AB	Malmö
Victoriahem Tensta AB	Malmö
Victoriahem Holding Kristianstad AB	Malmö
Victoriahem Kristianstad AB	Malmö
Victoriahem Holding Eskilstuna AB	Malmö
Victoriahem Råbergstorp AB	Malmö
Victoriahem Eskilstuna Skiftinge AB	Malmö
Victoriahem Borås AB	Malmö
Victoriahem Holding Nyköping AB	Malmö
Victoriahem Nyköping AB	Malmö
Victoriahem Holding Karlskrona AB	Malmö
Victoriahem Karlskrona AB	Malmö
Victoriahem Living AB	Malmö
Victoriahem Boliger AB	Malmö
Victoriahem Holding Växjö AB	Malmö
Victoriahem Växjö AB	Malmö
Victoriahem Holding Örebro AB	Malmö
Victoriahem Björkriset AB	Malmö
Victoriahem Mozart AB	Malmö
Victoriahem Mozart Fastighets AB	Malmö
Victoriahem Vivaldi I AB	Malmö
Victoriahem Trelleborg AB	Malmö
Victoriahem Malmö Centrum AB	Malmö
Victoriahem Beethoven I AB	Malmö
Victoriahem Servicecenter AB	Malmö
Victoriahem Holding Landskrona AB	Malmö
Victoriahem Vivaldi III AB	Malmö
Victoriahem Tallriset AB	Malmö
Victoriahem Vivaldi IV AB	Malmö
Victoriahem Söderby 23 AB	Malmö
Victoriahem Vivaldi V AB	Malmö
Victoriahem Brandbergen NO AB	Malmö
Victoriahem Våmmedal AB	Malmö
Victoriahem Söderby 68 AB	Malmö
Victoriahem Gulsparven AB	Malmö
Victoriahem Ostbrickan AB	Malmö
HomeStar InvestCo AB	Stockholm
Victoriahem Landskrona AB	Malmö
Victoriahem Gröna Lund 35 AB	Malmö
Victoriahem Smaragden 2 AB	Malmö
Victoriahem Fastigheter AB	Malmö
Victoriahem Albyberget AB	Stockholm
Victoriahem Alby AB	Stockholm
Victoriahem Köping AB	Stockholm
Victoriahem Bredbykvärn AB	Stockholm
Victoriahem Duvholmen 1 AB	Stockholm

Anlage 1

Vonovia-Unternehmen (Stand: 31. Dezember 2023)

HR-Name	Sitz
Victoriahem Holmiensis II AB	Stockholm
Victoriahem Husby Sollentuna AB	Stockholm
Victoriahem Valsåtra Galaxen AB	Stockholm
Victoriahem Katrineholm AB	Stockholm
Victoriahem Norrköping Navestad AB	Norrköping
Victoriahem Turbinen och Zenith VI AB	Stockholm
Victoriahem Eskilstuna Bostad AB	Eskilstuna
Victoriahem i Sverige V AB	Stockholm
Victoriahem Västerås AB	Stockholm
Victoriahem i Sverige Fyra AB	Stockholm
Victoriahem Zenithegie I AB	Stockholm
Victoriahem Zenithegie II AB	Stockholm
Victoriahem Ösmo AB	Stockholm
Victoriahem Zenithegie III AB	Stockholm
Victoriahem Nynäsvägen 27 AB	Stockholm
Victoriahem Nynäsvägen 24 och 26 AB	Stockholm
Victoriahem Industrivägen 19 AB	Stockholm
Victoriahem Grevgatan 20 AB	Stockholm
Victoriahem Jämvägsgränd 28 AB	Stockholm
Victoriahem i Sverige III AB	Stockholm
Victoriahem Svart AB	Stockholm
Victoriahem Sten AB	Stockholm
Victoriahem Norrköping Hageby AB	Stockholm
Victoriahem Nyfors City AB	Stockholm
Victoriahem Jordbro AB	Stockholm
Victoriahem Rinkeby AB	Stockholm
Victoriahem Bromsten AB	Stockholm
Victoriahem Strängnäs AB	Stockholm
Victoriahem NYKR Holdco AB	Stockholm
Victoriahem NYKR AT AB	Stockholm
Victoriahem Arboga AB	Stockholm
Victoriahem Tranås AB	Stockholm
Victoriahem Uthyrning Tranås AB	Stockholm
Victoriahem Tranås Två Handelsbolag	Tranås
Victoriahem NYKR FH AB	Stockholm
Victoriahem Kista Förvaltning AB	Stockholm
Victoriahem Kista Kommandit AB	Stockholm
Victoriahem Bergen 1 Kommanditbolag	Stockholm
Victoriahem Nordkapsgatan Kommanditbolag	Stockholm
Victoriahem Nidarosgatan Kommanditbolag	Stockholm
Victoriahem Telemark Kommanditbolag	Stockholm
Victoriahem Tönsbergsgatan Kommanditbolag	Stockholm
Victoriahem Vårby Visättra AB	Stockholm
Victoriahem Holmiensis Bostäder AB	Stockholm
Victoriahem Bredbykvam Garage AB	Stockholm
Victoriahem Trojeborgsfastigheter AB	Stockholm
Victoriahem Huddinge Fyra AB	Stockholm
Victoriahem Inanis Holdco AB	Stockholm
Victoriahem Inanis Alba II AB	Stockholm
Victoriahem Inanis Alba I AB	Stockholm
Victoriahem Bergen II AB	Stockholm
Victoriahem i Sverige II AB	Stockholm
Victoriahem i Söderort AB	Stockholm
Victoriahem Veningen AB	Stockholm
Victoriahem Kullerstensvägen AB	Stockholm
Victoriahem Jordbro Västra Kommanditbolag	Stockholm
Victoriahem Ronna AB	Stockholm
Victoriahem M-ryd Holding AB	Stockholm
Victoriahem Uppsala Bro Märsta AB	Upplands-Bro
Victoriahem M-ryd Södertälje AB	Södertälje
Victoriahem Linrepan AB	Stockholm
Victoriahem GF AB	Eskilstuna
Victoriahem Nyproduktion AB	Stockholm

Anlage 1

Deutsche-Wohnen-Unternehmen (Stand: 31. Dezember 2023)

HR-Name	Sitz
HSI Hamburger Senioren Immobilien GmbH	Hamburg
DW Pflegeheim Friesenheim Grundstücks GmbH	München
DW Pflegeheim Frankfurt am Main Grundstücks GmbH	München
DW Pflegeheim Würselen Grundstücks GmbH	München
DW Pflegeheim Eschweiler Grundstücks GmbH	München
DW Pflegeheim Meckenheim Grundstücks GmbH	München
DW Pflegeheim Dresden Grundstücks GmbH	München
DW Pflegeheim Potsdam Grundstücks GmbH	München
DW Pflegeheim Glienicke Grundstücks GmbH	München
ISARIA Objekt Preußenstraße GmbH	München
ISARIA Objekt Hoferstraße GmbH	München
PUW AcquiCo GmbH	Hamburg
PUW PFLEGENUNDWOHNEN Beteiligungs GmbH	Hamburg
HSI Hamburger Senioren Immobilien Management GmbH	Hamburg
DW Pflegeheim Konz Grundstücks GmbH	München
DW Pflegeheim Weiden Grundstücks GmbH	München
DW Pflegeresidenzen Grundstücks GmbH	München
GEHAG Grundbesitz I GmbH	Berlin
GEHAG Grundbesitz II GmbH	Berlin
GEHAG Grundbesitz III GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen SE	Berlin
Larry I Targetco (Berlin) GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Berlin X GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Berlin XII GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Berlin XIII GmbH	Berlin
WIK Wohnen in Krampnitz GmbH	Berlin
Larry II Targetco (Berlin) GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Berlin XV GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Berlin XVI GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Berlin XVII GmbH	Berlin
DW Property Invest GmbH	Berlin
DELTA VIVUM Berlin I GmbH	Berlin
DELTA VIVUM Berlin II GmbH	Berlin
ISABELL GmbH	Berlin
ISARIA Objekt Norderneyer Straße GmbH	München
Objekt Gustav-Heinemann-Ring GmbH	München
ISARIA Dachau Entwicklungsgesellschaft mbH	München
ISARIA Hegeneck 5 GmbH	München
ISARIA Objekt Achter de Weiden GmbH	München
ISARIA Stuttgart GmbH	München
ISARIA Objekt Garching GmbH	München
Isaria Objekt Erminoldstraße GmbH	München
Amber Erste VV GmbH	Berlin
Amber Zweite VV GmbH	Berlin
Amber Dritte VV GmbH	Berlin
Aragon 13. VV GmbH	Berlin
Aragon 14. VV GmbH	Berlin
Aragon 15. VV GmbH	Berlin
Aragon 16. VV GmbH	Berlin
Beragon VV GmbH	Berlin
Ceragon VV GmbH	Berlin
Eragon VV GmbH	Berlin
Faragon V V GmbH	Berlin
Geragon VV GmbH	Berlin
Haragon VV GmbH	Berlin
Iragon VV GmbH	Berlin
Karagon VV GmbH	Berlin
Laragon VV GmbH	Berlin
Maragon VV GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Immobilien Management GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Kundenservice GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Corporate Real Estate GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Management GmbH	Berlin

Anlage 1

Deutsche-Wohnen-Unternehmen (Stand: 31. Dezember 2023)

HR-Name	Sitz
Deutsche Wohnen Construction and Facilities GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Management- und Servicegesellschaft mbH	Frankfurt am Main
Deutsche Wohnen Fondsbeteiligungs GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Multimedia Netz GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Technology GmbH	Berlin
EMD Energie Management Deutschland GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Reisholz GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Beteiligungsverwaltungs GmbH & Co. KG	Berlin
Deutsche Wohnen Zweite Fondsbeteiligungs GmbH	Berlin
Alpha Asset Invest GmbH	Berlin
Rhein-Pfalz Wohnen GmbH	Mainz
Main-Taunus Wohnen GmbH	Eschborn
Deutsche Wohnen Asset Immobilien GmbH	Frankfurt am Main
Rhein-Mosel Wohnen GmbH	Mainz
Rhein-Main Wohnen GmbH	Frankfurt am Main
Deutsche Wohnen Beteiligungen Immobilien GmbH	Frankfurt am Main
RMW Projekt GmbH	Frankfurt am Main
Deutsche Wohnen Direkt Immobilien GmbH	Frankfurt am Main
Gehag Acquisition Co. GmbH	Berlin
HESIONE Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH	Frankfurt am Main
GEHAG Beteiligungs GmbH & Co. KG	Berlin
GEHAG Erwerbs GmbH & Co. KG	Berlin
GEHAG GmbH	Berlin
Algarobo Holding B.V.	Amsterdam
GEHAG Vierte Beteiligung SE	Berlin
GEHAG Dritte Beteiligungs GmbH	Berlin
Holzwindener Straße/Tempelhofer Weg Grundstücks GmbH	Berlin
SGG Scharweberstraße Grundstücks GmbH	Berlin
AGG Auguste-Viktoria-Allee Grundstücks GmbH	Berlin
BauBeCon Immobilien GmbH	Berlin
BauBeCon Wohnwert GmbH	Berlin
BauBeCon BIO GmbH	Berlin
GGR Wohnparks Kastanienallee GmbH	Berlin
GGR Wohnparks Nord Leipziger Tor GmbH	Berlin
GGR Wohnparks Süd Leipziger Tor GmbH	Berlin
DWRE Alpha GmbH	Berlin
DWRE Braunschweig GmbH	Berlin
DWRE Dresden GmbH	Berlin
IWA GmbH Immobilien Wert Anlagen	Berlin
DWRE Halle GmbH	Berlin
DWRE Hennigsdorf GmbH	Berlin
DWRE Leipzig GmbH	Berlin
Aufbau-Gesellschaft der GEHAG mit beschränkter Haftung	Berlin
Fortimo GmbH	Berlin
GEHAG Erste Beteiligungs GmbH	Berlin
GEHAG Zweite Beteiligungs GmbH	Berlin
Eisenbahn-Siedlungs-Gesellschaft Berlin mit beschränkter Haftung	Berlin
Haus und Heim Wohnungsbau-GmbH	Berlin
Sophienstraße Aachen Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH	Berlin
Deutsche Wohnen Berlin III GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Berlin II GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Dresden I GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Dresden II GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Berlin I GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Berlin 5 GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Berlin 6 GmbH	Berlin
Deutsche Wohnen Berlin 7 GmbH	Berlin
Olympisches Dorf Berlin GmbH	Berlin
GSW Immobilien AG	Berlin
GSW Acquisition 3 GmbH	Berlin
GSW Pegasus GmbH	Berlin
Wohnanlage Leonberger Ring GmbH	Berlin

Anlage 1

Deutsche-Wohnen-Unternehmen (Stand: 31. Dezember 2023)

HR-Name	Sitz
GSW Grundvermögens- und Vertriebsgesellschaft mbH	Berlin
Zisa Verwaltungs GmbH	Berlin
Zisa Grundstücksbeteiligungs GmbH & Co. KG	Berlin
GSW Corona GmbH	Berlin
GSW Immobilien GmbH & Co. Leonberger Ring KG	Berlin
GSW-Fonds Weinmeisterhornweg 170-178 GbR	Berlin
GSW Gesellschaft für Stadterneuerung mbH	Berlin
Stadtentwicklungsgesellschaft Buch mbH	Berlin
Grundstücksgesellschaft Karower Damm mbH	Berlin
Long Islands Investments S.A.	Luxemburg
FACILITA Berlin GmbH	Berlin
RPW Immobilien GmbH & Co. KG	Berlin
Hamburger Ambulante Pflege- und Physiotherapie "HAPP" GmbH	Hamburg
Hamburger Senioren Domizile GmbH	Hamburg
LebensWerk GmbH	Berlin
Seniorenresidenz "Am Lunapark" GmbH	Leipzig
KATHARINENHOF Service GmbH	Berlin
KATHARINENHOF Seniorenwohn- und Pflegeanlage Betriebs-GmbH	Berlin
C. A. & Co. Catering KG	Wolkenstein
Deutsche Wohnen Care SE	Berlin
SYNVIA media GmbH	Magdeburg
Communication Concept Gesellschaft für Kommunikationstechnik mbH	Leipzig
TELE AG	Leipzig
SYNVIA mobility GmbH	Magdeburg
SYNVIA energy GmbH	Magdeburg
SYNVIA technology GmbH	Magdeburg
PUW OpCo GmbH	Hamburg
PFLEGEN & WOHNEN HAMBURG GmbH	Hamburg
PFLEGEN & WOHNEN Textil GmbH	Hamburg
PFLEGEN & WOHNEN Service GmbH	Hamburg

**Anlage 2 Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Vonovia
SE und der Deutsche Wohnen SE**

Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

zwischen der

Vonovia SE (Amtsgericht Bochum, HRB 16879)

- nachfolgend *Organträgerin* -

und der

Deutsche Wohnen SE (Amtsgericht Charlottenburg, HRB 190322 B)

- nachfolgend *Organgesellschaft* -

- Organträgerin und Organgesellschaft gemeinsam nachfolgend die *Parteien* -

§ 1

Leitung

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

§ 2

Gewinnabführung

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

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

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

§ 3

Verlustübernahme

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

§ 4

Ausgleichszahlungen

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

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

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

§ 5

Abfindung

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

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

§ 6

Wirksamwerden und Dauer

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

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

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

§ 7

Salvatorische Klausel

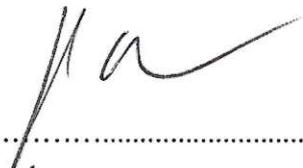
- (1) Hinsichtlich Änderungen und Ergänzungen dieses Vertrags gilt § 295 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung.
- (2) Weiterhin bedürfen Änderungen und Ergänzungen dieses Vertrags der Schriftform, sofern nicht notarielle Beurkundung vorgeschrieben ist. Dies gilt auch für eine Aufhebung dieses Schriftformerfordernisses.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

[Unterschriftenseiten folgen]

Vonovia SE

Der Vorstand

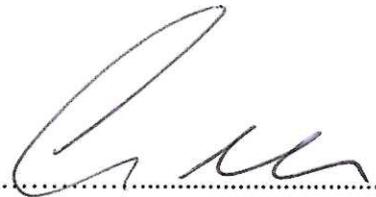
Bochum, den 15. Dezember 2024



.....

Rolf Buch

Mitglied des Vorstands, CEO



.....

Philip Grosse

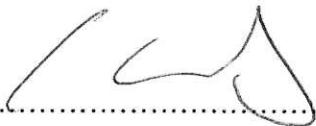
Mitglied des Vorstands, CFO

[Unterschriftenseite BGAV Vonovia SE und Deutsche Wohnen SE]

Deutsche Wohnen SE

Der Vorstand

Berlin, den 15. Dezember 2024



.....
Lars Urbansky

Mitglied des Vorstandes, CEO



.....
Olaf Weber

Mitglied des Vorstandes, CFO

[Unterschriftenseite BGAV Vonovia SE und Deutsche Wohnen SE]

Anlage 3

Gutachtliche Stellungnahme der RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart, vom 14. Dezember 2024 über die Ermittlung der Unternehmenswerte der Vonovia SE, Bochum und der Deutsche Wohnen SE, Berlin, des Umtauschverhältnisses und der Ausgleichszahlung zum 23. Januar 2025

Gutachtliche Stellungnahme

über die Ermittlung der Unternehmenswerte,
des Umtauschverhältnisses und der
Ausgleichszahlung

zum 23. Januar 2025

Vonovia SE, Bochum

und

Deutsche Wohnen SE, Berlin

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bezeichnung
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Apollo	Apollo Capital Management L.P., New York City/USA
AVW	AVW GmbH & Co. KG, Hamburg
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
Bloomberg	Bloomberg Finance L.P., New York/USA
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CBRE	CBRE GmbH, Frankfurt am Main
DAAH	Deutsche Annington Acquisition Holding GmbH, Düsseldorf
Deutsche Wohnen SE	Deutsche Wohnen SE, Berlin
EBIT	Earnings before interest and taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)

Abkürzung	Bezeichnung
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
EBT	Earnings before taxes (Ergebnis vor Steuern)
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union (Europäischer Gerichtshof)
EUR	Euro
EZB	Europäische Zentralbank
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
GCP	Grand City Properties S.A., Luxemburg/Luxemburg
IAS	International Accounting Standards
IBB	Investitionsbank Berlin
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IFRS	International Financial Reporting Standards
JLL	Jones Lang LaSalle SE, Frankfurt am Main
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LEG	LEG Immobilien SE, Düsseldorf
LG	Landgericht
NAV	Net Asset Value
NIH	Norddeutsche Immobilien Holding GmbH, Bochum

Abkürzung	Bezeichnung
OLG	Oberlandesgericht
p. a.	per annum (pro Jahr)
QUARTERBACK Immobilien AG	QUARTERBACK Immobilien AG, Leipzig
RSM Ebner Stolz	RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart
SolZ	Solidaritätszuschlag
SWH	Süddeutsche Wohnen GmbH, Stuttgart
TAG	TAG Immobilien AG, Hamburg
Vesteda	Vesteda Residential Fund FGR, Amsterdam/Niederlande
Vonovia SE	Vonovia SE, Bochum
VTS	Vonovia Technischer Service
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
XETRA	Exchange Electronic Trading System
ZIA	Zentraler Immobilien Ausschuss, Berlin
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

Inhaltsverzeichnis

	Seite
1. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
2. Beschreibung der Bewertungsobjekte	5
2.1. Bewertungsobjekte	5
2.2. Rechtliche Grundlagen	5
a) Vonovia SE	5
b) Deutsche Wohnen SE	6
2.3. Wirtschaftliche Grundlagen	6
a) Geschäftstätigkeit der Vonovia-Gruppe und der Deutsche Wohnen-Gruppe	6
b) Marktumfeld	15
c) Gesetzliche Beschränkungen für Mieterhöhungen	29
d) Wettbewerbssituation	29
3. Grundsätze der Unternehmensbewertung	33
3.1. Allgemeines	33
3.2. Zukunftserfolgswert (Ertragswert)	34
3.3. Objektivierter Unternehmenswert	34
a) Grundlagen	34
b) Synergieeffekte	35
c) Gewinnverwendungspolitik	36
d) Berücksichtigung der Steuerbelastung der Anteilseigner	37
e) Kapitalisierung der Nettozuflüsse	39
f) Sonderwerte / nicht betriebsnotwendiges Vermögen	40
3.4. Liquidations- und Substanzwert	41
3.5. Net Asset Value	42
3.6. Vergleichsorientierte Bewertung	44
3.7. Vorerwerbe durch die Vonovia SE	45
3.8. Bewertungsstichtage	46
4. Börsenkurs	48
4.1. Durchschnittsbildung und Börsenkurstichtag	48
4.2. Maßgebliche Dreimonatsdurchschnittskurse und Börsenkursverhältnis	49
a) Vonovia SE	49

b) Deutsche Wohnen SE	50
c) Umtauschverhältnis auf Basis der Börsenkurse	51
4.3. Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert	52
a) Zielbild und Analyse Kriterien	52
b) Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses der Vonovia SE	53
c) Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses der Deutsche Wohnen SE	58
5. Unternehmensbewertung der Vonovia-Gruppe unter Berücksichtigung des IDW S 1	62
5.1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse	62
a) Allgemeines	62
b) Vermögenslage	62
c) Ertragslage	72
5.2. Planungsrechnung	79
a) Beschreibung des Planungsprozesses	79
b) Plan-Ist-Vergleich	80
c) Operative Planung	82
d) Einordnung und Würdigung der Plausibilität der operativen Planung	90
e) Finanzergebnis	92
f) Unternehmenssteuern	93
g) Nicht beherrschende Anteile am Jahresergebnis	94
h) Nachhaltiges Ergebnis	95
i) Erfolgsrechnung	97
j) Ableitung der erwarteten Netto-Ausschüttungen	99
5.3. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes	100
a) Basiszinssatz	100
b) Risikozuschlag	102
c) Wachstumsabschlag	109
d) Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes	117
5.4. Bewertung der Vonovia-Gruppe	119
a) Ermittlung des Ertragswerts	119
b) Sonderwerte der Vonovia-Gruppe	121
c) Unternehmenswert	122
5.5. Vergleichsorientierte Bewertung	122
6. Unternehmensbewertung der Deutsche Wohnen-Gruppe unter Berücksichtigung des IDW S 1	125
6.1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse	125
a) Allgemeines	125

b) Vermögenslage	125
c) Ertragslage	133
6.2. Planungsrechnung	138
a) Beschreibung des Planungsprozesses	138
b) Plan-Ist-Vergleich	139
c) Operative Planung	141
d) Einordnung und Würdigung der Plausibilität der operativen Planung	148
e) Finanzergebnis	150
f) Unternehmenssteuern	151
g) Nicht beherrschende Anteile am Jahresergebnis	151
h) Nachhaltiges Ergebnis	152
i) Erfolgsrechnung	153
j) Ableitung der erwarteten Netto-Ausschüttungen	155
6.3. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes	156
a) Basiszinssatz	156
b) Risikozuschlag	156
c) Wachstumsabschlag	160
d) Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes	161
6.4. Bewertung der Deutsche Wohnen-Gruppe	163
a) Ermittlung des Ertragswerts	163
b) Sonderwerte der Deutsche Wohnen-Gruppe	165
c) Unternehmenswert	166
6.5. Vergleichsorientierte Bewertung	167
7. Umtauschverhältnisse und Ausgleichszahlung	169
7.1. Umtauschverhältnisse als Basis der Abfindung gem. § 305 AktG	169
7.2. Ermittlung des Ausgleichs gem. § 304 AktG	170
a) Verrentungszinssatz	170
b) Wachstumsabschlag	172
c) Auswirkungen der Abgeltungsteuer	172
d) Ableitung der Ausgleichszahlung	172
e) Modifikation des festen Ausgleichs nach der BGH-Rechtsprechung	173
8. Sensitivitäten	175
9. Ergebnis	177
Allgemeine Auftragsbedingungen	

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen
in Höhe von \pm einer Einheit (EUR Mio., % usw.) auftreten.

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

Von dem Vorstand der

Vonovia SE, Bochum
(im Folgenden auch „Vonovia SE“),

sowie dem Vorstand der

Deutsche Wohnen SE, Berlin
(im Folgenden auch „Deutsche Wohnen SE“),

wurden wir mit der Ableitung des börsenkursbasierten Umtauschverhältnisses sowie des ertragswertbasierten Umtauschverhältnisses für Zwecke der Ermittlung der angemessenen Abfindung in Aktien gemäß § 305 Abs. 2 Nr. 1 AktG beauftragt. Zur Ermittlung des ertragswertbasierten Umtauschverhältnisses sind entsprechend der herrschenden Praxis der objektivierte Unternehmenswert der Vonovia SE sowie der Deutsche Wohnen SE zum 23. Januar 2025 zu ermitteln. Darüber hinaus wurden wir mit der Ableitung des festen Ausgleichs gemäß § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG auf Basis des nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerts der Deutsche Wohnen SE beauftragt.

Die Arbeiten haben wir mit Unterbrechungen zwischen Anfang März und Mitte Dezember 2024 zum Teil in den Geschäftsräumen der Vonovia SE, der Deutsche Wohnen SE sowie im Übrigen in unseren Geschäftsräumen durchgeführt.

Der Auftragsdurchführung liegen die „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) in der Fassung vom 2. April 2008 zugrunde. Den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ haben wir beachtet. Auftragsgemäß ermitteln wir in der Funktion des neutralen Gutachters objektivierte Werte für die Vonovia SE sowie die Deutsche Wohnen SE.

Wir weisen darauf hin, dass sich der Vorstand der Vonovia SE bzw. der Deutsche Wohnen SE für die Aufstellung und die Darlegung der Planungsrechnungen sowie die der Planungsrechnungen zugrunde liegenden Prämissen verantwortlich zeichnen. Wir können und werden keine Verantwortung für den Eintritt der in den Planungsrechnungen unterstellten Annahmen und Ergebnissen und/oder die durchzuführenden Maßnahmen sowie für das Ergebnis der unternehmerischen Tätigkeit übernehmen. Wir weisen darauf hin, dass in der Zukunft liegende Ereignisse häufig nicht wie erwartet eintreten und erhebliche Planabweichungen eintreten können. Unsere

Haftung und Verantwortung sind insoweit auf die bei kritischer Würdigung und Beurteilung anzuwendende berufsübliche Sorgfalt beschränkt. Unsere Untersuchungen unterscheiden sich sowohl in ihrem Umfang als auch in ihren Zielen wesentlich von einer Jahresabschlussprüfung oder ähnlichen Tätigkeiten. Demzufolge erteilen wir kein Testat bzw. keine andere Form der Bescheinigung und machen keine Zusicherung hinsichtlich der Jahresabschlüsse oder des internen Kontrollsystems der Vonovia SE bzw. der Deutsche Wohnen SE und deren jeweiligen Tochtergesellschaften und Beteiligungen.

Art und Umfang unserer Bewertungsarbeiten haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten.

Sollten sich in der Zeit zwischen der Unterzeichnung dieser gutachtlichen Stellungnahme und der Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung der Deutsche Wohnen SE am 23. Januar 2025 über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag wesentliche Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der zu bewertenden Unternehmen ergeben, wären diese bei den Bewertungen noch zu berücksichtigen.

Auskünfte haben uns die Vorstände der Vonovia SE und der Deutsche Wohnen SE sowie die jeweils von den Vorständen benannten Auskunftspersonen bereitwillig erteilt.

Die berufsüblichen Vollständigkeitserklärungen – in welchen der Vorstand der Vonovia SE und der Vorstand der Deutsche Wohnen SE versichern, dass uns sämtliche Informationen, die für die vorliegenden Unternehmensbewertungen von Bedeutung sind, richtig und vollständig zur Verfügung gestellt worden sind – haben wir zu unseren Arbeitspapieren genommen.

Bei der Bewertung haben sich keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 293a Abs. 1 S. 2 AktG ergeben.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage beigefügten „Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften“ in der Fassung vom 1. Januar 2024 maßgebend. Die Höhe unserer Haftung bestimmt sich nach Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen.

Danach gelten für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist danach der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und RSM Ebner Stolz bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens auf EUR 4 Mio. beschränkt (vgl. § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO). Dies gilt nicht

für Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen.

Diese gutachtliche Stellungnahme dient ausschließlich als Information und Entscheidungsgrundlage unserer Auftraggeber im Zusammenhang mit der Ermittlung der angemessenen Abfindung sowie des angemessenen Ausgleichs und darf nicht für andere Zwecke verwendet werden. Die Verwendungsbeschränkung findet keine Anwendung auf Veröffentlichungen und Maßnahmen im Zusammenhang mit der Vorbereitung und der Durchführung der Hauptversammlungen, die über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag entscheiden oder Gerichtsverfahren, die im Zusammenhang mit dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag geführt werden könnten. Darüber hinaus bedarf eine Weitergabe an Dritte unserer textförmlichen Zustimmung.

Aus gegebenem Anlass weisen wir darauf hin, dass eine darüber hinausgehenden Weitergabe oder Bezugnahme auf unsere gutachtliche Stellungnahme – vorbehaltlich unserer ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung – nur im vollen Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zu Grunde liegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur an Dritte erfolgen darf, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbedingungen sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsverpflichtung uns gegenüber schriftlich einverstanden erklärt hat.

Soweit sachgerecht, werden zur sprachlichen Vereinfachung die Begriffe Garantiedividende, Ausgleichszahlung und Ausgleich in dieser gutachtlichen Stellungnahme synonym verwendet.

Auftragsunterlagen

Zur Durchführung unserer Bewertung standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:

- Berichte der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft über die Prüfung von Jahresabschluss und zusammengefasstem Lagebericht der Vonovia SE sowie der Deutsche Wohnen SE für das Geschäftsjahr 2023,
- Berichte der KPMG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft über die Prüfung von Jahresabschluss und zusammengefasstem Lagebericht der Vonovia SE sowie der Deutsche Wohnen SE für die Geschäftsjahre 2021 und 2022,
- Berichte der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft über die Prüfung von Konzernabschluss und zusammengefasstem Lagebericht nach IFRS der Vonovia SE sowie der Deutsche Wohnen SE für das Geschäftsjahr 2023,

- Berichte der KPMG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft über die Prüfung von Konzernabschluss und zusammengefasstem Lagebericht nach IFRS der Vonovia SE sowie der Deutsche Wohnen SE für die Geschäftsjahre 2021 und 2022,
- verkürzte Konzernzwischenabschlüsse und Konzernzwischenlageberichte für den Zeitraum vom 1. Januar 2024 bis 30. Juni 2024 der Vonovia SE sowie der Deutsche Wohnen SE, jeweils prüferisch von der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft durchgesehen,
- Zwischenmitteilung zum 3. Quartal 2024 der Vonovia SE sowie der Deutsche Wohnen SE,
- Forecast der Segmentergebnisrechnung für das Geschäftsjahr 2024 sowie der Konzernbilanz zum 31. Dezember 2024 nach IFRS der Deutsche Wohnen SE bzw. der Vonovia SE,
- Mehrjahresplanungsrechnungen der Vonovia-Gruppe sowie der Deutsche Wohnen-Gruppe für die Geschäftsjahre 2025 bis 2034 sowie zugrunde liegende Planannahmen,
- interne Controlling-Auswertungen der Vonovia SE sowie der Deutsche Wohnen SE,
- Protokolle der Sitzungen des Vorstands und des Aufsichtsrats der Vonovia SE sowie des Vorstands und des Aufsichtsrats der Deutsche Wohnen SE im Zeitraum vom 1. Januar 2023 bis zum 25.09.2024,
- Satzungen der Vonovia SE sowie der Deutsche Wohnen SE,
- Handelsregisterauszüge der Vonovia SE vom 5. Dezember 2024 bzw. der Deutsche Wohnen SE vom 5. Dezember 2024,
- verschiedene markt- und branchenspezifische Veröffentlichungen,
- öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten.

2. Beschreibung der Bewertungsobjekte

2.1. Bewertungsobjekte

Gegenstand der Unternehmensbewertung sind zum einen die Vonovia SE einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen sowie zum anderen die Deutsche Wohnen SE einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen. Im weiteren Verlauf bezeichnen wir die Vonovia SE einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen als „Vonovia-Gruppe“ bzw. die Deutsche Wohnen SE einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen als „Deutsche Wohnen-Gruppe“.

2.2. Rechtliche Grundlagen

a) Vonovia SE

Die Vonovia SE ist eine europäische Aktiengesellschaft (Societas Europaea) und ist beim Amtsgericht Bochum unter der Nummer HRB 16879 in das Handelsregister eingetragen. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.

Das Grundkapital der Vonovia SE beläuft sich zum Abschluss der Bewertungsarbeiten und voraussichtlich am Bewertungsstichtag auf EUR 822.852.925,00 und ist in 822.852.925 auf den Namen lautende Stückaktien ohne Nennbetrag eingeteilt.

Die Aktien der Vonovia SE sind unter der ISIN DE000A1ML7J1/WKN A1ML7J im Regulierten Markt (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse zum Börsenhandel zugelassen. Die Aktien werden zudem im Freiverkehr u. a. an den Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie über Tradegate Exchange gehandelt. Sie können außerdem im elektronischen Handelssystem (Exchange Electronic Trading System, „XETRA“) der Deutsche Börse AG, Frankfurt am Main, sowie Gettex, dem elektronischen Handelssystem der Börse München, sowie Quotrix, dem elektronischen Handelssystem der Börse Düsseldorf gehandelt werden. Die Aktien werden insbesondere im DAX 40, GPR 250 World, FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe, DAX 50 ESG, STOXX Global ESG Leaders, EURO STOXX ESG Leaders 50 sowie Dow Jones Sustainability Index Europe geführt. Entsprechend der Definition der Deutschen Börse AG, Frankfurt am Main sind zum 30. September 2024 85,1 % der Aktien dem Streubesitz zuzurechnen. Die übrigen 14,9 % werden von der Norges Bank, Oslo/Norwegen, gehalten.

b) Deutsche Wohnen SE

Die Deutsche Wohnen SE ist eine europäische Aktiengesellschaft (Societas Europaea) und ist beim Amtsgericht Berlin (Charlottenburg) unter der Nummer HRB 190322 in das Handelsregister eingetragen. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.

Das Grundkapital der Deutsche Wohnen SE beläuft sich zum 31. Dezember 2023, zum Abschluss der Bewertungsarbeiten sowie voraussichtlich zum Bewertungsstichtag auf EUR 400.296.988,00 und ist in 400.296.988 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt. Die Deutsche Wohnen SE hält derzeit 3.362.003 eigene Aktien. Diese eigenen Aktien sind für die Ermittlung der Aktienzahl für die Berechnung des Werts je Aktie nicht zu berücksichtigen.¹ Die für die Berechnung des Werts je Aktie maßgebliche Anzahl der ausstehenden Aktien der Deutsche Wohnen SE beträgt somit 396.934.985 Stück.

Die Aktien der Deutsche Wohnen SE sind unter der ISIN DE000A0HN5C6/WKN A0HN5C im Regulierten Markt (General Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse zum Börsenhandel zugelassen. Die Aktien werden zudem im Freiverkehr u. a. an den Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie über Tradegate Exchange gehandelt. Sie können außerdem in den elektronischen Handelssystemen XETRA, Gettex und Quotrix gehandelt werden. Die Aktien werden im SDAX, EPRA/NAREIT, STOXX Europe 600, GPR 250 sowie im DAX 50 ESG geführt.

2.3. Wirtschaftliche Grundlagen

a) Geschäftstätigkeit der Vonovia-Gruppe und der Deutsche Wohnen-Gruppe

Satzungsgemäßer Unternehmensgegenstand der Vonovia SE ist das Betreiben von Immobiliengeschäften, insbesondere der Erwerb, die Verwaltung, und die Veräußerung von Immobilien in Deutschland und im Ausland.

Zur Geschäftstätigkeit gehören u. a. die Bewirtschaftung der eigenen Immobilienbestände, Investitionen in die bestehenden Immobilien, der Bau neuer Wohngebäude, der Verkauf einzelner Wohnungen und ein aktives Portfoliomanagement sowie ein Servicegeschäft.

¹ Vgl. BayObLG, 23. August 2023, 101 W 184/21, Tz. 55 (BeckRS); LG München I, 19. April 2023, 5 HK O 9734/222, Beschlusstext S. 95.

Die Geschäftstätigkeiten der Vonovia-Gruppe lassen sich in die wesentlichen, steuerungsrelevanten Segmente Rental, Value-add, Recurring Sales und Development einteilen.

Satzungsgemäßer Unternehmensgegenstand der Deutsche Wohnen SE ist der Erwerb, die Verwaltung, die Vermietung und Bewirtschaftung sowie die Veräußerung von Wohnimmobilien, Pflegeeinrichtungen und sonstiger Immobilien.

Zur Geschäftstätigkeit gehören u. a. die Bewirtschaftung der eigenen Immobilienbestände, Investitionen in die bestehenden Immobilien, der Bau neuer Wohngebäude, der Verkauf einzelner Wohnungen und ein aktives Portfoliomanagement sowie ein Servicegeschäft.

Die Geschäftstätigkeiten der Deutsche Wohnen-Gruppe lassen sich analog zur Vonovia-Gruppe in die wesentlichen, steuerungsrelevanten Segmente Rental, Value-add, Recurring Sales und Development einteilen.

Portfolio der Vonovia-Gruppe

Bewirtschaftungsgeschäft („Rental“)

Die Vonovia-Gruppe ist gemessen am Verkehrswert des Portfolios und der Anzahl an Wohneinheiten das größte deutsche Wohnungsunternehmen im privatwirtschaftlichen Sektor. Auch auf übernationaler Ebene ist die Vonovia-Gruppe das größte börsennotierte Immobilienunternehmen Kontinentaleuropas. Die Deutsche Wohnen SE ist seit Oktober 2021 eine Tochtergesellschaft der Vonovia SE. Insofern handelt es sich bei dem Portfolio der Deutsche Wohnen-Gruppe um einen Teil des nachfolgend beschriebenen Portfolios der Vonovia-Gruppe. Die Vonovia-Gruppe beschäftigte zum 30. September 2024 12.010 Mitarbeiter.

Zum 30. September 2024 umfasste das Portfolio der Vonovia-Gruppe rund 541.600 Wohneinheiten, rund 163.000 Garagen und Stellplätze sowie rund 8.400 Gewerbeeinheiten mit einem Verkehrswert in Höhe von rund EUR 78,7 Mrd. Daneben wurden zum Ende des dritten Quartals 2024 rund 73.400 Wohneinheiten im Auftrag Dritter bewirtschaftet. Die Leerstandsquote betrug insgesamt rund 2,1 % und ist damit um 0,1 Prozentpunkte im Vergleich zum Jahresende 2023 gestiegen. Im Durchschnitt erzielte die Vonovia-Gruppe zum 30. September 2024 bei den Wohnimmobilien eine monatliche Ist-Miete von etwa EUR 7,94 je m². Im Jahr 2023 betrug die monatliche Ist-Miete im Durchschnitt rund EUR 7,74 je m². Bei den meisten Objekten im Immobilienbestand der Vonovia-Gruppe handelt es sich um Mehrfamilienhäuser.

Der Immobilienbestand der Vonovia-Gruppe befindet sich in Deutschland, Schweden und Österreich und erstreckt sich über 614 Städte und Gemeinden. Mit knapp 89 % liegt der wesentliche Teil des Portfolios gemessen am Verkehrswert in Deutschland. Weitere 8 % des Immobilienbestands befinden sich in Schweden und die übrigen 3 % in Österreich. In Deutschland belief sich die durchschnittliche Wohnungsgröße zum 30. September 2024 auf 62 m². Die Leerstandsquote betrug 1,8 % und die durchschnittliche monatliche Ist-Miete betrug EUR 7,81 je m² zum 30. September 2024. In Schweden betrug die durchschnittliche Wohnungsgröße 71 m² bei einer durchschnittlichen monatlichen Ist-Miete von EUR 10,59 je m². Die Leerstandsquote betrug 4,5 %. Die österreichischen Immobilien wiesen zum 30. September 2024 eine Leerstandsquote von 4,6 %, eine durchschnittliche Wohnungsgröße von rund 74 m² und eine durchschnittliche monatliche Ist-Miete von EUR 5,69 je m² auf.

Die folgende Tabelle zeigt den Wohnungsbestand der Vonovia-Gruppe nach Ländern und Regionalmärkten zum dritten Quartal 2024:

	Q3 2024 Ist
	Anzahl Wohneinheiten
Deutschland	481.062
Berlin	143.007
Rhein-Main-Gebiet	36.364
Südliches Ruhrgebiet	42.928
Rheinland	31.409
Dresden	43.588
Hamburg	20.089
Hannover	22.058
Kiel	25.077
München	10.380
Stuttgart	13.140
Nördliches Ruhrgebiet	24.270
Leipzig	14.370
Bremen	11.667
Westfalen	9.408
Freiburg	3.849
Sonstige strategische Standorte	27.087
Non-strategic Standorte	2.371
Schweden	39.640
Österreich	20.917
Wohneinheiten gesamt	541.619

Quelle: Zwischenmitteilung 2024/Q3 Vonovia SE, S. 30, 31.

Die Regionalmärkte umfassen 15 Kernstädte und deren Umland vor allem in Metropolregionen. Knapp 95 % des deutschen Portfolios der Vonovia-Gruppe befindet sich gemessen am Verkehrswert in diesen 15 Regionalmärkten. Darüber hinaus werden hier sonstige strategische Standorte und nicht-strategische Standorte ausgewiesen. Zu den sonstigen strategischen Standorten zählen kleinere Bestände außerhalb der 15 Kernregionen. Sie haben einen Anteil von rund 5 % am Verkehrswert des deutschen Immobilienportfolios der Vonovia-Gruppe. Die Verkaufsbestände, die keine strategischen Beständen enthalten, werden unter den nicht-strategischen Standorten ausgewiesen. Die nicht-strategischen Standorte haben einen geringen Anteil von weniger als 1 % am Verkehrswert des deutschen Portfolios.

Aus der Übersicht wird deutlich, dass sich wesentliche Teile des Immobilienbestands in wichtigen Ballungsräumen Deutschlands befinden. Nach Berlin befinden sich die meisten Objekte in Deutschland in Nordrhein-Westfalen, Dresden, im Rhein-Main-Gebiet, im Rheinland sowie in Kiel, Hannover und Hamburg. In Schweden befinden sich die Wohnungen insbesondere in den Regionen Stockholm, Göteborg und Malmö.

Im Jahr 2023 erfolgten keine wesentlichen Zukäufe. Aufgrund der Portfolio-Management-Strategie wurden im Jahr 2023 mehrere Objekte aus dem Verkaufsbestand veräußert. Das Verkaufsportfolio umfasste im Jahr 2023 rund 2.100 Wohneinheiten. Weitere Veränderungen des Portfolios der Vonovia-Gruppe lassen sich insbesondere auf den Neubau von Wohnungen sowie den Ausbau von Dachgeschossen zurückführen. In den ersten neun Monaten des Jahres 2024 ist eine Reduktion von 4.300 Wohneinheiten zu verzeichnen. Im ersten Halbjahr 2024 konnte ein Verkaufsvertrag über 1.970 Wohneinheiten vereinbart werden. Ferner sind in den ersten neun Monaten des Jahres 2024 im Rahmen der Bestandsbereinigung 3.913 Einheiten aus dem Non-Core-Portfolio veräußert worden.

Developmentgeschäft

Neben der Bewirtschaftung des Immobilienbestands ist die Vonovia-Gruppe als Projektentwickler tätig. Dabei erstrecken sich die Developmentaktivitäten vom Grundstückskauf über die Entwicklung, Planung und Durchführung bis hin zur Verwertung der Objekte. Die Vonovia-Gruppe ist im Bereich Development unter der Marke BUWOG insbesondere in den Städten Wien und Berlin tätig. Daneben befinden sich Objekte in den Regionen Rhein-Main, Dresden/Leipzig, Hamburg, Stuttgart und München im Bau, in der Planung oder in der Vorbereitung. Bei der Bautätigkeit wird zwischen Development to sell und Development to hold unterschieden. Immobilien, die in der Kategorie to sell gebaut werden, sollen nach Fertigstellung verkauft werden. Im Bereich Development to hold werden Immobilien mit dem Ziel entwickelt, sie nach Fertigstellung in den eigenen Bestand zu integrieren. Aufgrund der aktuellen Rahmenbedingungen in der Baubranche erfolgt eine laufende Überprüfung der Projekte hinsichtlich der Kategorien to sell und to hold. Die Möglichkeit, laufende Projektentwicklungen in den eigenen Bestand zu nehmen und daraus Erträge aus Vermietung zu erzielen und nicht auf eine Veräußerung angewiesen zu sein, stellt einen wesentlichen risikomindernden Vorteil gegenüber klassischen, rein auf Veräußerung ausgerichteten Projektentwicklern dar.

Nachfolgend wird das Development-Portfolio der Vonovia-Gruppe aufgeteilt nach Verwertungskanal und Region zum 30. September 2024 dargestellt:

	Q3 2024 Ist
Anzahl Wohneinheiten	
Portfolio Development to sell	25.344
Deutschland	23.776
Österreich	1.568
Schweden	
Portfolio Development to hold	31.319
Deutschland	25.196
Österreich	3.352
Schweden	2.771
Gesamt	56.663

Quelle: Managementinformationen.

Insgesamt besteht das Development-Portfolio aus knapp 56.700 Einheiten. Davon werden zum 30. September 2024 rund 25.300 Einheiten dem Bereich Development to sell zugeordnet. Etwa 14,1 % der Einheiten sind Projekte im Bau. Die übrigen 85,9 % stammen aus der kurz- und mittelfristigen Projekt-Pipeline. Das Portfolio im Bereich Development to hold umfasst zum 30. September 2024 insgesamt rund 31.300 Einheiten, von denen lediglich etwa 4,1 % Projekte im Bau sind. Mit 95,9 % stammt der überwiegende Teil aus der kurz- und mittelfristigen Projektpipeline.

Im Zuge der Übernahme von Grundstücken und Bewirtschaftungseinheiten der Unternehmensgruppe der QUARTERBACK Immobilien AG, Leipzig (QUARTERBACK Immobilien AG bzw. QUARTERBACK-Gruppe), wird die Projektpipeline der Vonovia-Gruppe (durch Transaktionen der Deutsche Wohnen-Gruppe) erwartungsgemäß zum Jahresende 2024 erhöht.

Portfolio der Deutsche Wohnen-Gruppe

Bewirtschaftungsgeschäft („Rental“)

Das Portfolio der Deutsche Wohnen-Gruppe umfasste zum 30. September 2024 rund 139.700 Wohneinheiten, rund 25.500 Garagen und Stellplätze sowie rund 2.500 Gewerbeeinheiten. Das Bestandsportfolio mit Wohneinheiten hat einen Verkehrswert von rund EUR 22,4 Mrd. Zum

30. September 2024 lag die durchschnittliche Wohnungsgröße bei rund 59 m². Die Leerstandsquote betrug zum 30. September 2024 rund 1,6 % und ist damit um 0,1 Prozentpunkte im Vergleich zum Jahresende 2023 gestiegen. Im Durchschnitt erzielte die Deutsche Wohnen-Gruppe zum dritten Quartal 2024 bei den Wohnimmobilien eine monatliche Ist-Miete von etwa EUR 7,91 je m². Im Jahr 2023 betrug die monatliche Ist-Miete im Durchschnitt rund EUR 7,72 je m². Bei den meisten Objekten im Immobilienbestand der Deutsche Wohnen-Gruppe handelt es sich um Mehrfamilienhäuser.

Die folgende Tabelle zeigt den Wohnungsbestand der Deutsche Wohnen-Gruppe nach Regionalmärkten zum 30. September 2024:

	Q3 2024 Ist
Anzahl Wohneinheiten	
Berlin	102.356
Rhein-Main-Gebiet	9.623
Dresden	7.168
Leipzig	5.650
Hannover	5.759
Rheinland	3.937
München	943
Sonstige strategische Standorte	3.419
Non-strategic Standorte	888
Wohneinheiten gesamt	139.743

Quelle: Managementinformationen.

Die Standorte verteilen sich auf 77 Städte und Gemeinden in Deutschland. Rund 76 % des Immobilienbestands befinden sich gemessen am Verkehrswert in der Region Berlin. Daneben befinden sich die Objekte der Deutsche Wohnen-Gruppe insbesondere im Rhein-Main-Gebiet, Dresden, Hannover und Leipzig. Im Vergleich zum Jahresende 2023 hat sich der Wohnungsbestand der Deutsche Wohnen-Gruppe leicht um rund 100 Einheiten auf 139.743 Wohneinheiten reduziert.

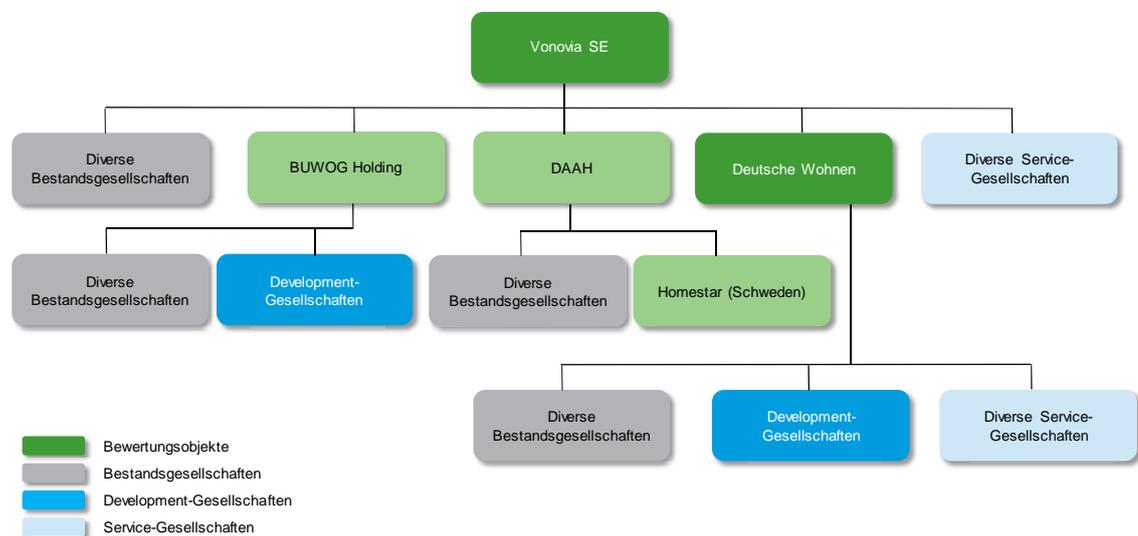
Im Jahr 2024 erfolgten keine wesentlichen Zukäufe. Aufgrund der Portfolio-Management-Strategie wurden im Jahr 2024 mehrere Objekte aus dem Verkaufsbestand veräußert. Weitere Veränderungen des Portfolios der Deutsche Wohnen-Gruppe lassen sich insbesondere auf den Neubau von Wohnungen zurückführen.

Developmentgeschäft

Neben der Bewirtschaftung des Immobilienbestands ist die Deutsche Wohnen-Gruppe als Projektentwickler tätig. Dabei werden fertiggestellte Projekte dem Bestand hinzugefügt oder am Markt veräußert. Im Laufe des Jahres 2023 wurden die Developmentaktivitäten der Deutsche Wohnen-Gruppe auf Basis eines Geschäftsbesorgungsvertrags in die Developmentplattform der Vonovia-Gruppe integriert. Durch die Zusammenarbeit kann die Deutsche Wohnen-Gruppe von dieser Expertise profitieren. Die beidseitige Nutzung von Synergien ermöglicht eine effizientere Bewältigung von Herausforderungen im Wohnimmobiliensektor.

Organigramm

Die folgende Übersicht zeigt vereinfacht dargestellt die Konzernstruktur der Vonovia-Gruppe, zu der auch die Deutsche Wohnen-Gruppe gehört. Aufgrund des geplanten Verkaufs des Pflegegeschäfts werden die Pflegegesellschaften der Vonovia-Gruppe vereinfachend nicht separat dargestellt.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Organigramm Vonovia SE.

Segment Rental

Das Segment Rental umfasst alle Geschäftsaktivitäten, die auf das wertsteigernde Management der eigenen Wohnimmobilienbestände ausgerichtet sind. Dem Segment Rental werden im

Wesentlichen Mieteinnahmen, Instandhaltungsaufwendungen und sonstige operative Kosten, die im Zusammenhang mit der Vermietung von Immobilien entstehen, zugewiesen.

Segment Value-add

Im Segment Value-add werden alle wohnungsnahen Dienstleistungen zusammengefasst, die das Kerngeschäft der Vermietung ergänzen. Die Dienstleistungen enthalten einerseits Instandhaltungs- und Modernisierungsleistungen für den Immobilienbestand und andererseits andere Dienstleistungen, die im engen Bezug zum Vermietungsgeschäft stehen. Die Vonovia-Gruppe profitiert insbesondere von der eigenen Handwerkerorganisation (Vonovia Technischer Service, kurz: „VTS“), mit der Instandhaltungs- und Modernisierungsleistungen durchgeführt werden können. Zum Value-add-Geschäft der Vonovia-Gruppe gehören zudem die Wohnumfeldorganisation und das Wohneigentumsverwaltungsgeschäft. Weitere Dienstleistungen des Segments Value-add stellen u. a. das Kabel-TV-Geschäft, Messdienstleistungen, Energielieferungen sowie Versicherungsdienstleistungen dar.

Im Segment Value-add der Deutsche Wohnen-Gruppe werden wohnungsnahen Dienstleistungen, die das Kerngeschäft der Vermietung ergänzen, gebündelt. Im Gegensatz zur Vonovia-Gruppe beschränkt sich das Value-add-Geschäft der Deutsche Wohnen-Gruppe lediglich auf Multimedienleistungen und Energielieferungen. Insbesondere weist die Deutsche Wohnen-Gruppe keine eigene Handwerkerorganisation auf. Allerdings erbringt die VTS auch Dienstleistungen für die Deutsche Wohnen-Gruppe.

Segment Recurring Sales

Das Segment Recurring Sales bündelt die regelmäßigen und nachhaltigen Verkäufe von einzelnen Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern aus dem Portfolio. Nicht dazu gehören Verkäufe von nicht strategisch relevanten Beständen an ganzen Gebäuden, Grundstücken oder größeren Portfolios. Diese opportunistischen Verkäufe werden im Segment Sonstiges ausgewiesen.

Segment Development

Im Segment Development werden die Aktivitäten der Projektentwicklung zum Bau neuer Wohnungen zusammengefasst. Das Segment Development lässt sich in die zwei Bereiche Development to sell und Development to hold unterteilen.

Nicht steuerungsrelevante Segmente

Im Zuge einer strategischen Überprüfung wurde im Geschäftsjahr 2023 entschieden, das Pflege-segment nicht fortzuführen. Der überwiegende Teil des ehemaligen Segments Pflege wurde entsprechend als aufgegebenen Geschäftsbereich klassifiziert.

Im nicht steuerungsrelevanten Segment Sonstiges werden die opportunistischen Verkäufe ganzer Gebäude oder Grundstücke ausgewiesen. Diese Verkäufe werden auch als MFH Sales (Verkauf gering rentierlicher Mehrfamilienhäuser) und Non-Core beschrieben.

b) Marktumfeld

Allgemeine Wirtschaftsentwicklung

Die Vonovia-Gruppe, einschließlich der Deutsche Wohnen-Gruppe, ist auf die langfristige Vermietung und Bewirtschaftung ihres Immobilienportfolios, das schwerpunktmäßig Wohneinheiten umfasst, spezialisiert. Die Entwicklung des Wohnimmobilienmarkts in Deutschland wird von der konjunkturellen, demografischen als auch der politischen Entwicklung in Deutschland beeinflusst. Ein wesentlicher Teil der Immobilienbestände der Deutsche Wohnen-Gruppe und der Vonovia-Gruppe befindet sich in Berlin. Insofern wird nachfolgend insbesondere auf die maßgeblichen Entwicklungen im deutschen Wohnungsmarkt sowie spezifisch auf die Entwicklungen des Berliner Wohnungsmarktes eingegangen. Daneben werden Entwicklungen im Wohnungsmarkt für ausgewählte weitere Standorte beschrieben.

Der Internationale Währungsfonds prognostiziert im Oktober 2024 für die Jahre 2024 bis 2025 ein reales Wachstum der **Weltwirtschaft** von jeweils knapp über 3 % p.a.² Die Erwartungen liegen damit etwas unter dem historischen Durchschnitt der Jahre 2000 bis 2019 von 3,8 %, was insbesondere die restriktivere Geldpolitik, die Rücknahme der staatlichen Unterstützungen sowie ein geringeres Produktivitätswachstum widerspiegelt. Darüber hinaus wird erwartet, dass zunehmende Handelsverzerrungen und geoökonomische Fragmentierung das Niveau des Welthandels voraussichtlich weiterhin belasten werden.³

Aufgrund restriktiver Finanzierungsbedingungen, geringem Vertrauen der Marktteilnehmer und früheren Verlusten an Wettbewerbsfähigkeit stagnierte die Wirtschaft des **Euroraums** zum Jahresende 2023.⁴ Dank eines Anstieges des Nettohandels erholte sich das Wachstum in der ersten

² Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024, S. 10.

³ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Januar 2024, S. 3.

⁴ Vgl. EZB, ECB staff macroeconomic projections for the euro area, März 2024, S. 2.

Hälfte des Jahres 2024. Gemäß den Projektionen der Europäischen Zentralbank (EZB) aus dem September 2024 soll eine Erholung langsamer erfolgen als es in den Projektionen aus dem Juni 2024 erwartet wurde. Das durchschnittliche jährliche reale BIP-Wachstum im Euroraum soll im Jahr 2024 0,8 % betragen. In den folgenden Jahren 2025 und 2026 soll das reale BIP-Wachstum bei 1,3 % bzw. 1,5 % liegen. Mittelfristig werden die privaten Konsumausgaben als Haupttreiber des Wachstums angesehen. Sie werden durch robustes Wachstum der Löhne bei sinkenden Inflationsraten gestützt.⁵

Aktuelle Inflationsdaten weisen darauf hin, dass der Desinflationsprozess voranschreitet. Die Aussichten für die Inflation werden außerdem durch Konjunkturindikatoren beeinflusst, die schwächer als erwartet ausgefallen sind. Gleichzeitig bleiben die Finanzierungsbedingungen restriktiv. Im Oktober erwartet die EZB zwar einen Anstieg der Inflation in den kommenden Monaten bevor sie im Laufe des nächsten Jahres auf den Zielwert von 2,0 % zurückgehen soll.⁶ Vor dem Hintergrund rückläufiger Inflationsprognosen hat die EZB am 17. Oktober 2024 mit Wirkung vom 23. Oktober 2024 die Leitzinsen um 25 Basispunkte gesenkt. Seit dem 23. Oktober 2024 belaufen sich die Zinssätze für Einlagefazilität, Hauptrefinanzierungsgeschäfte und Spitzenrefinanzierungsfazilität auf 3,25 %, 3,40 % bzw. 3,65 %.⁷ Zum Jahresende 2024 soll der Einlagenzinssatz erwartungsgemäß 3,00 % betragen. Im Laufe des Jahres 2025 soll der Leitzins Prognosen zufolge weiter auf 2,40 % sinken und in den folgenden Jahren auf diesem Niveau bleiben. Dies entspricht ebenfalls dem nachhaltig erwarteten Niveau.⁸ Die prognostizierten Zinssenkungen könnten für positive Entwicklungen im Investitions- und Finanzierungsumfeld der Immobilienbranche sorgen.

Die **deutsche Wirtschaftsleistung** war entsprechend den Angaben des Zentralen Immobilien Ausschusses, Berlin (ZIA) auch im Jahr 2023 von den Auswirkungen der Corona-Pandemie sowie der Energiekrise aufgrund des Kriegs in der Ukraine beeinflusst.⁹ Das reale BIP in Deutschland ist im Jahr 2023 im Vergleich zum Vorjahr um 0,3 % gesunken.¹⁰ Durch die hohen Inflationsraten sank die Kaufkraft der privaten Haushalte im Jahr 2023. Daneben wirkten sich die gestiegenen Energiekosten, die restriktive Geldpolitik und die damit einhergehenden hohen Zinssätze negativ auf die Investitionstätigkeit aus.¹¹

Innerhalb der Eurozone schneidet **Deutschland** im Vergleich schlecht ab. Der Internationale Währungsfonds erwartet nach einem Rückgang des BIP im Jahr 2023 eine Stagnation im Jahr 2024 und ein nur sehr geringes Wachstum von real 0,8 % für das Jahr 2025.¹² Laut

⁵ Vgl. EZB, ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2024, S. 10.

⁶ Vgl. EZB, Pressemitteilung Geldpolitische Beschlüssen, 17. Oktober 2024 S. 1f.

⁷ Vgl. LBBW 17.10.2024 https://www.lbbw.de/artikelseite/maerkte-verstehen/zinssenkung-ezb-2024-auswirkungen-leitzins-sinkt_aifckhmqa6_d.html.

⁸ Vgl. EZB, Survey of Monetary Analysts Oktober 2024, S. 2 f.

⁹ Vgl. ZIA-Frühjahrgutachten 2024, S. 25.

¹⁰ Vgl. Statistisches Bundesamt, Pressemitteilung Nr. 066 vom 23. Februar 2024.

¹¹ Vgl. ZIA-Frühjahrgutachten 2024, S. 26.

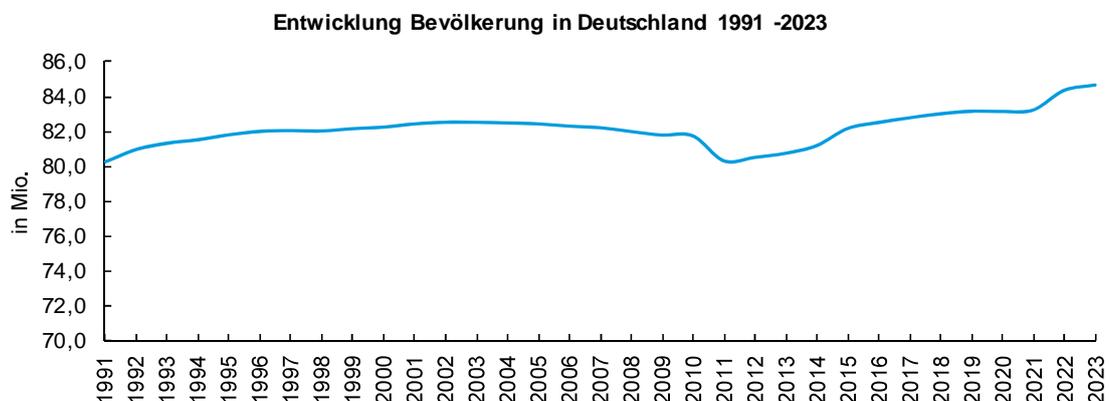
¹² Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024, S. 10 f.

Herbstprognose der Bundesregierung wird im Jahr 2024 ein realer Rückgang des BIP um 0,2 % erwartet. Grund für die derzeitige Schwächephase seien strukturelle Faktoren und konjunkturelle Effekte wie die anhaltend schwache Nachfrage aus dem In- und Ausland. Positiv seien dagegen die sinkende Inflation sowie deutlich gestiegene Realeinkommen zu sehen. Für das Jahr 2025 wird von der Bundesregierung ein reales BIP-Wachstum von 1,1 % prognostiziert, für 2026 in Höhe von 1,6 %.¹³

Die restriktivere Geldpolitik führt in der Eurozone und in Deutschland zu rückläufigen Inflationserwartungen. Für die Eurozone und für Deutschland wird für die Jahre 2024, 2025 und 2026 ein Rückgang der Inflation auf rund 2 % erwartet.¹⁴

Bevölkerungsentwicklung

Die nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung der Bevölkerung in Deutschland zwischen den Jahren 1991 und 2023:



Ab 2011: Ergebnisse auf Grundlage des Zensus 2011.

Quelle: Statistisches Bundesamt, 12411-0001.

In den vergangenen Jahren lässt sich in Deutschland ein recht konstantes, tendenziell steigendes Bevölkerungsniveau erkennen.

Zwischen den Jahren 2019 bis 2021 blieb die Bevölkerungszahl nahezu konstant bei ca. 83,2 Mio. Menschen. Im Jahr 2022 wuchs die Bevölkerungszahl aufgrund der hohen Nettozuwanderung auf rund 84,4 Mio. Menschen. Auf der Grundlage von vorläufigen Zahlen des

¹³ Vgl. Bundesregierung, Herbstprognose 2024.

¹⁴ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024, Database.

Statistischen Bundesamtes betrug die Bevölkerungszahl im Jahr 2023 rund 84,7 Mio. Menschen und nahm damit im Vergleich zum Vorjahr um weitere 0,3 Mio. Menschen zu. Die beobachtete Bevölkerungszunahme im Jahr 2023 resultiert ausschließlich aus der positiven Nettozuwanderung. Während die Nettozuwanderung im Jahr 2022 insbesondere aufgrund des beginnenden Kriegs in der Ukraine ein Rekordniveau von rund 1,5 Mio. Menschen erreichte, reduzierte sich die Zahl im Jahr 2023 Prognosen zufolge auf rund 0,7 Mio. Menschen und blieb dabei dennoch auf einem hohen Niveau.¹⁵

In der 15. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung des Statistischen Bundesamts wurde die erwartete Bevölkerungsentwicklung ab dem Jahr 2022 bis zum Jahr 2070 für mehrere Szenarien geschätzt. Die prognostizierte Bevölkerungsentwicklung hängt insbesondere von der angenommenen Nettozuwanderung, aber auch von der unterstellten Lebenserwartung und Geburtenrate ab. In den drei Hauptvarianten ergibt sich für das Jahr 2070 eine Bandbreite für die Bevölkerungszahl in Deutschland von 74,5 Mio. bis 89,8 Mio. Menschen. Im mittleren Szenario ergibt sich für das Jahr 2070 eine Bevölkerungszahl von rund 82,6 Mio. Menschen, d. h. leicht unter dem Niveau des Jahres 2021. Die hohe Bevölkerungszahl von ca. 89,9 Mio. Menschen ergibt sich, wenn eine dauerhaft hohe Nettozuwanderung von rund 0,4 Mio. Menschen pro Jahr fortgeschrieben wird.¹⁶ Mittelfristig soll sich die Bevölkerungszahl in Deutschland nach alternativen Modellrechnungen zwischen den Jahren 2023 und 2030 auf einem Niveau von rund 85 Mio. Menschen stabilisieren.¹⁷

Parallel zum allgemeinen Bevölkerungswachstum stieg auch die Anzahl der Haushalte in der Vergangenheit an. Während es im Jahr 2005 ca. 38,5 Mio. Haushalte in Deutschland gab, waren es zehn Jahre später im Jahr 2015 bereits ca. 40,3 Mio. Haushalte. Bis zum Jahr 2021 stieg die Anzahl der Haushalte nur noch leicht auf rund 41,0 Mio. Haushalte an. Im Jahr 2022 blieb die Anzahl an Haushalten in Deutschland nahezu konstant bei ca. 41,0 Mio. Haushalten. Die Erstergebnisse für das Jahr 2023 zeigen eine leichte Erhöhung auf rund 41,3 Mio. Haushalte. Im Jahr 2020 änderte das Statistische Bundesamt allerdings die Methodik der Erhebung, sodass die Werte ab dem Jahr 2020 nur eingeschränkt vergleichbar sind. Bis zum Jahr 2015 zeichnete sich eine Veränderung der Haushaltsstruktur hin zu kleineren Haushalten ab. In den Jahren 2015 bis 2023 hat sich dieser Trend nicht eindeutig fortgesetzt. Dennoch zeigt die vergangene Entwicklung eine zunehmende Anzahl von Single- und Zweipersonenhaushalten sowie einen Rückgang der Drei-, Vier- und Mehrpersonenhaushalte. Der Anteil der Einpersonenhaushalte im Jahr 2023 lag mit ca. 41,1 % auf einem hohen Niveau.¹⁸

¹⁵ Vgl. Statistisches Bundesamt, Pressemitteilung Nr. 035 vom 25. Januar 2024: Bevölkerung wächst im Jahr 2023 um gut 0,3 Mio. Personen.

¹⁶ Vgl. Statistisches Bundesamt, Ergebnisse der 15. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung.

¹⁷ Vgl. BNP Paribas Real Estate, Residential Report Deutschland 2024, S. 3.

¹⁸ Vgl. Statistisches Bundesamt, Haushalte nach Haushaltsgrößen im Zeitvergleich.

Angetrieben wird diese Entwicklung unter anderem durch den anhaltenden demografischen Wandel in Deutschland, der eine allmähliche Verschiebung der Altersstruktur hin zu den älteren Altersklassen mit sich bringt. Zwischen den Jahren 1990 und 2021 stieg die Anzahl der Personen im Alter ab 67 Jahren bereits um 58 % auf 16,4 Mio. Menschen an. Bis Mitte der 2030er Jahre soll diese Personengruppe laut dem Statistischen Bundesamt um weitere rund 4 Mio. Menschen wachsen. Der Anteil der Personen ab 67 Jahren soll in allen Varianten der 15. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung des Statistischen Bundesamtes steigen. Ausgehend von knapp 20 % im Jahr 2021 soll der Anteil von Personen ab 67 Jahren auf 23 % bis 26 % im Jahr 2040 steigen. Im Jahr 2070 soll der Anteil je nach Szenario zwischen 22 % und 30 % liegen.

Der Anteil der Menschen im Erwerbsalter (20 bis 67 Jahre) betrug im Jahr 2022 rund 62 %. In allen Varianten der Vorausberechnung des Statistischen Bundesamtes soll der Anteil der Menschen im Erwerbsalter abnehmen und im Jahr 2040 bei rund 57 % liegen.

Allgemeine Entwicklungen im Wohn- und Investmentmarkt

Im Jahr 2023 hat sich die starke Wohnungsnachfrage am **Wohnungsmarkt in Deutschland** laut dem Wohnungsmarktüberblick von Jones Lang LaSalle SE, Frankfurt am Main (JLL), insbesondere aufgrund des weiteren Bevölkerungswachstums vor allem in Ballungsräumen fortgesetzt. Darüber hinaus führt die demografische Entwicklung in Deutschland zu einer hohen Wohnungsnachfrage. Allerdings gibt es in Metropolen und ländlichen Regionen zum Teil starke regionale Unterschiede.¹⁹

Im ersten Halbjahr 2024 verzeichneten die Mietpreise insgesamt einen Anstieg. In den größten acht Städten lag das Mietwachstum weiterhin über dem Fünfjahresschnitt (+5,0 %), jedoch war der Anstieg geringer als im vorherigen Halbjahr.²⁰

Im ersten Halbjahr sind die Kaufpreise für Neubauwohnungen im Durchschnitt der größten acht deutschen Städte nur leicht um rund -1,3 % gegenüber dem Vorjahr gesunken.²¹

Neben der demografischen Entwicklung ist die Wohnungsnachfrage in Deutschland von Verschiebungen zwischen dem Eigentums- und dem Mietwohnungsmarkt geprägt. Die hohen Finanzierungs- und Baukosten führen zu einem Rückgang im Wohnungsbau zugunsten des Mietwohnungsmarkts. JLL prognostiziert für die nähere Zukunft eine anhaltend hohe Nachfrage nach Mietwohnungen.²²

¹⁹ Vgl. JLL, Wohnungsmarktüberblick H2 2023, S. 2 f.

²⁰ Vgl. JLL, Wohnungsmarktüberblick H1 2024, S.9.

²¹ Vgl. JLL, Wohnungsmarktüberblick H1 2024, S.10.

²² Vgl. JLL, Wohnungsmarktüberblick H2 2023, S. 2.

Auch die in den letzten zehn Jahren deutlich rückläufigen marktaktiven Leerstandsquoten zeigen eine starke Nachfrage im Mietwohnungsmarkt. Ein sehr deutlicher Rückgang um 0,3 Prozentpunkte auf 2,5 % wurde zwischen den Jahren 2021 und 2022 verzeichnet. Im gleichen Zeitraum ist der empirica-Leerstandsindex der Immobilienberatungsgesellschaft CBRE GmbH, Frankfurt am Main (CBRE), erstmalig in allen Landkreisen gesunken. Dies ist auf die flächendeckende Nachfrage nach Wohnraum durch Geflüchtete aus der Ukraine zurückzuführen. In deutschen A-Städten (München, Berlin, Frankfurt, Stuttgart, Köln, Hamburg und Düsseldorf) ist die marktaktive Leerstandsquote im Jahr 2022 auf 0,5 % gesunken. Rückläufige Leerstandsquoten sorgen für Druck auf die Mieten. Insofern wird ein beschleunigtes Mietpreiswachstum erwartet.²³

Obwohl die Nachfrage nach Wohnraum hoch ist, sind sowohl die Zahl der Baugenehmigungen als auch der fertiggestellten Wohnungen rückläufig. Neben dem fortwährenden Mangel an geeignetem Bauland tragen die steigenden Kreditzinsen und Baukosten zu dieser Entwicklung bei. Im vergangenen Jahr wurden insgesamt 294.400 Wohnungen fertiggestellt, was einem Rückgang von etwa 0,3 % im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Das angestrebte Ziel der Bundesregierung von 400.000 neu errichteten Wohnungen wurde damit auch im Jahr 2023 deutlich verfehlt.²⁴

Auch für das Jahr 2024 wird erwartet, dass das von der Bundesregierung ausgegebene Ziel bei Weitem verfehlt wird. So prognostiziert das Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e. V., München, für das Jahr 2024 einen weiteren Rückgang der Neubauaktivität auf etwa 210.000 fertiggestellte Wohnungen. Im Jahr 2025 sollen lediglich rund 175.000 Wohneinheiten fertiggestellt werden.²⁵ Im Jahr 2026 sollen Prognosen zufolge rund 160.000 Wohnungen fertiggestellt werden, bevor eine Stabilisierung einsetzt. Es wird erwartet, dass die Neubaulücke in den kommenden Jahren bis zum Jahr 2027 steigen wird.²⁶

Auch die Zahl der erteilten Baugenehmigungen ist im Jahr 2023 gegenüber dem Vorjahr um 26,7 % auf 259.700 gesunken und lag damit unter der Zahl der fertiggestellten Wohnungen. Der Bauüberhang, d. h. die Zahl der genehmigten aber noch nicht fertiggestellten Wohnungen, verringerte sich erstmals seit 2008 gegenüber dem Vorjahr um 58.100 auf 826.800 Wohnungen. Der Rückgang des Bauüberhangs ist auf die hohe Zahl erloschener Baugenehmigungen zurückzuführen, die aufgrund der schlechten Marktlage nicht umgesetzt wurden. Im Jahr 2023 sind in diesem Zusammenhang insgesamt 22.700 Genehmigungen erloschen.²⁷ Ein Anstieg der Anzahl genehmigter Wohnungen wird in naher Zukunft nicht erwartet. Anhaltend hohe Baukosten und knappe Haushaltskassen lassen darüber hinaus weitere Bauförderungen für Neubauten von Bund und Ländern unwahrscheinlich erscheinen.²⁸

²³ Vgl. BNP Paribas Real Estate, Residential Report Deutschland 2024, S. 3, 8.

²⁴ Vgl. JLL, Wohnungsmarktüberblick H1 2024, S.2.

²⁵ Vgl. Engel & Völkers Commercial Marktbericht Deutschland 2024 Wohn- und Geschäftshäuser, S. 14.

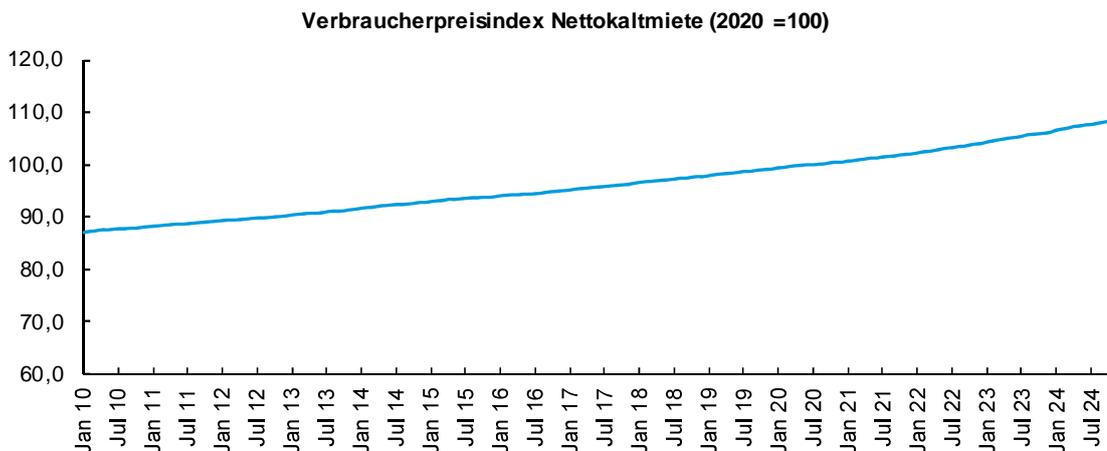
²⁶ Vgl. BNP Paribas Real Estate, Residential Report Deutschland 2024, S. 4.

²⁷ Vgl. JLL, Wohnungsmarktüberblick H1 2024, S. 2.

²⁸ Vgl. Engel & Völkers Commercial Marktbericht Deutschland 2024 Wohn- und Geschäftshäuser, S. 14.

Eine Analyse der Angebotsmieten findet sich im Wohnungsmarktüberblick von JLL für die Städte Berlin, Hamburg, München, Köln, Frankfurt am Main sowie Düsseldorf, Stuttgart und Leipzig. Im zweiten Halbjahr 2023 stiegen die durchschnittlichen Angebotsmieten in diesen Städten um 8,2 % im Vergleich zum Vorjahr. Die höchsten Mietsteigerungen wurden im ersten Halbjahr 2024 in Berlin mit 11,4 % und Frankfurt am Main mit 9,4 % erzielt. In den übrigen Städten stiegen die Angebotsmieten zwischen 1,4 % und 7,0 %. Die Angebotsmieten erhöhten sich in den vorangegangenen fünf Jahren um durchschnittlich 4,5 % p. a. Daneben erhöhten sich die Spitzenmieten in den untersuchten Metropolen im ersten Halbjahr 2024 um durchschnittlich 4,4%, was deutlich unter der Entwicklung des Vorjahreshalbjahres (8,2 %) liegt.²⁹

Nachfolgende Darstellung zeigt die monatliche Entwicklung des Verbraucherpreisindex in Deutschland für die Kategorie „Tatsächliche Nettokaltmiete“ im Zeitraum von 2010 bis 2024. Die Grafik zeigt einen kontinuierlichen Anstieg des Index.



Quelle: Statistisches Bundesamt, Verbraucherpreisindex: Deutschland, Monate, Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualkonsums (COICOP 2-5-Steller Hierarchie) CC13-0411.

Der allgemeine Anstieg der Mieten im deutschen Wohnungsmarkt soll sich entsprechend der Prognose von Savills plc, London, weiter fortsetzen. Aufgrund sinkender Leerstandsquoten, sinkender Anzahl der Baugenehmigungen und hohen Abbruchraten bei Wohnungsbauprojekten sowie einer steigenden Anzahl an Haushalten wird ein anhaltender Nachfrageüberschuss auf dem Mietwohnungsmarkt erwartet. Dies führt erwartungsgemäß zu steigenden Mieten.³⁰ Auch die BNP Paribas Real Estate GmbH, Düsseldorf, erwartet für das Jahr 2024 einen stärker als bislang beobachteten Anstieg der Mieten.³¹

²⁹ Vgl. JLL, Wohnungsmarktüberblick H1 2024, S. 8.

³⁰ Vgl. Savills, Residential Market Germany 2024.

³¹ Vgl. BNP Paribas Real Estate, Residential Report Deutschland 2024, S. 3.

Der **Investmentmarkt für Wohnimmobilien** in Deutschland war im Jahr 2023 von einer weiteren Zurückhaltung der Investoren geprägt. Das Investmentvolumen für größere Wohnungsbestände ab 30 Wohneinheiten sank im Jahr 2023 auf rund EUR 5,2 Mrd. und lag damit auf dem geringsten Niveau seit dem Jahr 2010. Dies entspricht einem Rückgang von rund 60 % im Vergleich zum Vorjahr. Mit rund 35 % am Gesamtvolumen wurde in Berlin im Jahr 2023 der höchste Umsatzanteil erzielt.³² Gestiegene Fremdkapitalkosten, Unsicherheiten über weitere Regulierungen sowie polykrisenartige Effekte sorgen für eine Kaufzurückhaltung der Investoren sowie eine Zurückstellung oder Stornierung von Projekten. In den ersten drei Quartalen des Jahres 2024 wurden rund EUR 5,9 Mrd. in größere Wohnungsbestände in Deutschland investiert. Dieser Wert liegt zwar 51 % unter dem langjährigen Durchschnitt, aber bereits über dem Gesamtwert des Jahres 2023. Im Jahresverlauf 2024 zeigte sich eine zunehmende Belebung des Investmentgeschehens. Der Umsatzanteil von Berlin am Gesamtinvestmentvolumen war mit rund 39 % auch zum dritten Quartal 2024 am höchsten.³³

Das **Transaktionsvolumen im deutschen Investmentmarkt für Immobilien** sank im Jahr 2023 deutlich um rund 52 % auf insgesamt lediglich EUR 31,7 Mrd. Damit lag das Transaktionsvolumen im Jahr 2023 auf dem niedrigsten Niveau seit 2011 und 58 % unter dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre. Seit dem ersten Quartal 2024 ist eine Belebung der Aktivitäten auf dem Investmentmarkt zu beobachten. Insbesondere in Folge der (erwarteten) Leitzinssenkung durch die EZB konnte im ersten Halbjahr 2024 ein Transaktionsvolumen in Höhe von EUR 15,7 Mrd. verzeichnet werden, was einem Plus von rund 10 % gegenüber dem ersten Halbjahr 2023 entspricht. Nach den höheren Investitionszahlen im ersten Halbjahr 2024 prognostiziert JLL in Abhängigkeit von der Entwicklung der Geldpolitik eine weitere Aufwärtsbewegung im zweiten Halbjahr mit einem Transaktionsvolumen für das Gesamtjahr 2024 von EUR 40 Mrd.³⁴

Darüber hinaus sind die Angebotspreise für Eigentumswohnungen in Deutschland im ersten Halbjahr 2024 sowohl in den acht von JLL analysierten Metropolen als auch in den übrigen Stadt- und Landkreisen gesunken. In den acht Metropolen sanken die durchschnittlichen Angebotspreise für Neubauten und bestehende Eigentumswohnungen in der ersten Jahreshälfte 2024 um durchschnittlich 3,6 % im Vergleich zum Vorjahreswert. Der Preisrückgang hat sich allerdings gegenüber dem Vorjahr (-7,3 %) und dem vorangegangenen Halbjahr (-7,4 %) deutlich abgeschwächt.³⁵ Im dritten Quartal 2024 sanken die Kaufpreise für Eigentumswohnungen in den Metropolregionen (exkl. Leipzig) im Vergleich zum Vorquartal um lediglich 0,1 %. Demnach ist eine Stagnation bzw. Stabilisierung der Kaufpreise für Eigentumswohnungen erkennbar.³⁶

³² Vgl. BNP Paribas Real Estate, Residential Report Deutschland 2024, S. 7.

³³ Vgl. BNP Paribas Real Estate, Wohn-Investmentmarkt Deutschland Q1-3 2024, S. 2.

³⁴ Vgl. JLL, Investmentmarktüberblick Q2 2024, S. 2 f.

³⁵ Vgl. JLL, Wohnungsmarktüberblick H1 2024.

³⁶ Vgl. Value Data Insights, Immobilienmarktanalyse Q3 2024, S. 1.

Ausgewählte Standorte

In der Folge werden ohne Anspruch auf Vollständigkeit weitere Informationen zu einzelnen Standorten bzw. Regionen dargestellt. Die Entwicklung in weiteren größeren Standorten in Deutschland kann im Hinblick auf die wesentlichen Entwicklungslinien (insb. Nachfrageüberhang nach Wohnraum, in den letzten Jahren sinkenden Preisen für Wohneigentum) als relativ vergleichbar angenommen werden.

Berlin

Gemäß der Investitionsbank Berlin (IBB) hat **Berlin** ein BIP-Wachstum von 1,6 % im Jahr 2023 erreicht. Insbesondere aufgrund des Wachstums bei den unternehmensnahen Dienstleistungen und dem Bereich Information und Kommunikation (I&K) entwickelte sich die Wirtschaftsleistung von Berlin stärker als in Deutschland. Auch die Anzahl an Beschäftigten stieg im Jahr 2023 in Berlin mit rund 0,7 % mit einer Rate leicht über dem gesamtdeutschen Niveau von rund 0,5 %.³⁷ Zum Jahresende 2023 prognostiziert die IBB für das Jahr 2024 in Folge einer langsamen Erholung der Wirtschaft ein BIP-Wachstum von rund 1,5 % für Berlin.³⁸ Im März Update korrigierte die IBB das prognostizierte Berliner BIP-Wachstum für das Jahr 2024 um 50 Basispunkte nach oben auf 2,0 %.³⁹

Mit einem preisbereinigten BIP-Wachstum von 0,3 % liegt Berlin im ersten Halbjahr 2024 auf Platz vier des Bundesländervergleichs und rund 0,5 Prozentpunkte oberhalb des deutschen Durchschnitts von -0,2 %. Im Jahr 2023 wurde für das Wachstum im ersten Halbjahr lediglich -0,1 % ausgewiesen. Über das ganze Jahr betrachtet, erreichte der BIP-Zuwachs in Berlin jedoch 1,6 %. Das Aufholpotenzial Berlins lag somit bei 1,7 Prozentpunkten. Daher könnte die IBB-Prognose von fast 2 % für 2024 theoretisch noch erreicht werden.⁴⁰

In Berlin stieg die Bevölkerungszahl entsprechend Angaben des Amts für Statistik Berlin-Brandenburg im ersten Halbjahr 2023 um 15.448 Personen bzw. 0,4 % auf rund 3,8 Mio. Menschen. Der Sterbeüberschuss von 2.805 Menschen konnte durch den hohen Wanderungssaldo von 18.308 Menschen deutlich übertroffen werden. Bis Ende Juni 2024 meldete das Amt für Statistik Berlin-Brandenburg eine Bevölkerung von 3,89 Mio. mit einem Bevölkerungszuwachs von 7.946 Personen im Vergleich zum Vorjahr.

Das Wohnungsangebot in Berlin ist sehr begrenzt und kann die Nachfrage nicht decken. Ein Indiz hierfür ist die im Jahr 2022 um 0,5 Prozentpunkte auf 0,3 % gesunkene, sehr niedrige

³⁷ Vgl. IBB, Berlin Trend, März 2024, S. 1.

³⁸ Vgl. IBB, Berlin Konjunktur, Dezember 2023, S. 4.

³⁹ Vgl. IBB, Berlin Trend, März 2024, S. 1.

⁴⁰ Vgl. IBB, Berlin Trend September 2024.

Leerstandsquote, die deutlich unter der üblicherweise angesetzten Fluktuationsreserve liegt.⁴¹ Eine Fluktuationsreserve von rund 3,0 % gilt hierbei als Mindestmaß für einen funktionierenden Wohnungsmarkt.⁴² Der Wohnungsbau kommt auch im Jahr 2023 nur langsam voran. Im Jahr 2023 wurden lediglich 15.965 Wohnungen fertiggestellt, was einem Rückgang von 7,8 % entspricht. Bei einem rechnerischen Wohnungsneubedarf von rund 43.200 Wohnungen ergibt sich allein im Jahr 2023 ein Defizit von etwa 27.000 Wohneinheiten.⁴³ Eine Trendwende ist nicht absehbar, insbesondere da die Zahl der Baugenehmigungen für neue Wohnungen bis Juli 2024 um 26,9 % auf nur noch 5.746 Wohnungen gesunken ist, was rund 2.100 Wohnungen weniger als im gleichen Zeitraum des Vorjahres sind. Das politische Ziel von rund 20.000 Wohnungen wurde damit erneut deutlich verfehlt.⁴⁴

Im Bauhauptgewerbe sind die Auftragseingänge in den ersten zehn Monaten des Jahres 2023 aufgrund gestiegener Finanzierungskosten um 10,7 % zurückgegangen. Vor allem der Wohnungsbau ist mit einem Rückgang von 24,8 % stark betroffen. Damit ist die allgemeine, in Deutschland zu beobachtende Zurückhaltung und die Unsicherheit über die mittelfristige Immobilienpreisentwicklung auch in Berlin erkennbar.⁴⁵ Der Trend der Zurückhaltung von Bauherren aufgrund der allgemeinen Verunsicherung über die mittelfristige Immobilienpreisentwicklung schrieb sich auch in den ersten beiden Monaten des Jahres 2024 fort. Der Auftragseingang im Bauhauptgewerbe in Berlin ist um 13,2 % auf EUR 415,9 Mio. gesunken. Vor allem Aufträge für den öffentlichen Bau sind mit -25,9 % stark rückläufig. Der Wirtschafts- und Wohnungsbau verzeichnet ebenfalls mit -11,1 % bzw. -5,2 % deutlich weniger Neuaufträge. Komplexe Bauvorschriften, schwer erschließbare Flächen, hohe Baukosten und schlechte Finanzierungsbedingungen drücken den Neubau zusätzlich.⁴⁶

Gemäß den Angaben von JLL setzen sich auf dem Berliner Wohnungsmarkt die Entwicklungen des Jahres 2023 auch im ersten Halbjahr 2024 fort. So sind die Angebotsmieten im Jahresvergleich um 11,4 % auf monatlich EUR 19,50 je m² im ersten Halbjahr 2024 gestiegen, wobei sich der Anstieg etwas verringerte.⁴⁷

Um dem Nachfrageüberschuss auf dem Berliner Wohnungsmarkt entgegenzuwirken, soll das Bauen im Bestand durch die im Dezember 2023 beschlossene Novelle der Bauordnung vom Berliner Abgeordnetenhaus erleichtert werden. Außerdem soll das „Schneller-Bauen-Gesetz“, dessen Entwurf vom Berliner Senat am 20. August 2024 beschlossen wurde, den Planungs-

⁴¹ Vgl. BNP Paribas Real Estate, Residential Report Deutschland 2024, S. 12.

⁴² Vgl. BNP Paribas Real Estate, Residential Report Deutschland 2024, S. 10.

⁴³ Vgl. BNP Paribas Real Estate, Residential Report Deutschland 2024, S. 12.

⁴⁴ Vgl. IBB, Berlin Trend, September 2024, S. 1.

⁴⁵ Vgl. IBB, Berlin Konjunktur, Dezember 2023, S. 12.

⁴⁶ Vgl. IBB, Berlin Konjunktur, Mai 2024, S. 12.

⁴⁷ Vgl. JLL, Wohnungsmarktüberblick H1 2024, S. 8.

Genehmigungs- und Bauprozess beschleunigen und die allgemeinen Rahmenbedingungen für das Bauen in Berlin verbessern.

Im Gegensatz zum Mietwohnungsmarkt war der Wohnungskaufmarkt in Berlin im Jahr 2023 in allen Segmenten von Preiskorrekturen geprägt. Insgesamt gingen im Jahresvergleich die Kaufpreise um 3,6 % auf EUR 5.700 je m² zurück. Für Bestandswohnungen wurde ein stärkerer Rückgang (3,4 %) als für Neubauwohnungen (0,6 %) verzeichnet.⁴⁸

Frankfurt/Rhein-Main

Während für das Jahr 2023 ein Rückgang des BIPs um 0,2 % erwartet wird, wird für das Jahr 2024 ein leichtes Wachstum von 0,4 % prognostiziert.⁴⁹ Nach einer Phase der Stagnation ist die Bevölkerungszahl im Gebiet Frankfurt/Rhein-Main im Jahr 2022 wieder gestiegen. Im Vergleich zu den Vorjahren konnte ein deutlicher Zuwachs um 1,7 % beobachtet werden, wobei die Flüchtlingsströme aus der Ukraine den Zuzugsdruck weiter erhöhten. Die Rahmenbedingungen für den Bau von Wohnungen haben sich im Jahr 2022 verschlechtert. Steigende Zinsen für Baukredite, Materialverteuerung und Fachkräftemangel erschweren größere Projekte wie den Bau von Miethäusern. Viele Vorhaben stagnieren oder werden aufgegeben. Im Jahr 2022 wurden nur noch 9.451 Wohnungen im Verbandsgebiet fertiggestellt – trotz hoher Nachfrage.⁵⁰

Frankfurt am Main hat mit 0,3 % nach München und zusammen mit Berlin die geringste Leerstandsquote unter den A-Städten. Die angespannte Angebots-Nachfrage-Relation macht Frankfurt am Main zu einem der teuersten Wohnungsmärkte Deutschlands. Seit dem Jahr 2015 stiegen die Mieten um 25 %, während die Preise von Eigentumswohnungen um 85 % zunahmen. Trotz erster Anzeichen einer Verlangsamung des Anstiegs bei den Angebotsmieten und -preisen wird sich die angespannte Situation voraussichtlich vorerst kaum ändern. Mittelfristig ist daher mit einem weiteren Mietpreisanstieg zu rechnen, möglicherweise mit einer stärkeren Dynamik als bislang.⁵¹ Im ersten Halbjahr 2024 zeigt der Frankfurter Wohnungsmarkt erste Anzeichen einer Stabilisierung. Die Wohnimmobilienpreise sind mit -6,5 % am stärksten im Vergleich zu den größten acht Städten gesunken (Vorjahr: -8,1 %), die Bautätigkeit verzeichnet zunehmend Stillstand.⁵²

Im Jahr 2023 wurden insgesamt 3.661 Wohnungen fertiggestellt, was einer Steigerung von 24 % gegenüber dem Vorjahr entspricht und leicht über dem 10-Jahres Durchschnitt liegt. Die Zurückhaltung der Projektentwicklung wirkt sich jedoch auf die erwartete Fertigstellung neuer Wohnungen sowie auf die Baugenehmigungen aus. Im Jahr 2023 wurden lediglich 3.205

⁴⁸ Vgl. JLL, Wohnungsmarktüberblick H2 2023, S. 13.

⁴⁹ Vgl. Beschäftigungs- und Konjunkturprognose Frankfurt Rhein Main 2024, S. 6 ff.

⁵⁰ Vgl. Auf einen Blick: Der Regionalverband FrankfurtRheinMain - Regionales Monitoring 2023, S. 8 ff.

⁵¹ Vgl. BNP Paribas Real Estate, City Report - Wohnungsmarkt Frankfurt 2023, S. 22 ff.

⁵² Vgl. JLL, Wohnungsmarktüberblick H1 2024, S. 20.

Baugenehmigungen erteilt, was einem Rückgang von 30 % gegenüber dem Vorjahr entspricht und den niedrigsten Wert seit dem Jahr 2010 darstellt. In Frankfurt am Main konnte eine deutliche Beschleunigung der durchschnittlichen Gesamtmieten beobachtet werden. Im ersten Halbjahr 2024 stiegen die Mieten um 9,4 %. In Frankfurt am Main liegen die Gesamtmieten bei EUR 17,72 je m² pro Monat. Die Spitzenmieten sind um 10,3 % im ersten Halbjahr 2024 gestiegen. Als Reaktion auf die hohe Nachfrage nach bezahlbarem Wohnraum, wird in Frankfurt am Main an der Weiterentwicklung der städtischen Förderprogramme und der Ausweitung von Baugebieten gearbeitet. Für den geförderten Wohnungsbau stehen im Haushalt 2024/25 rund EUR 250 Mio. zur Verfügung.⁵³

Dresden

In der sächsischen Landeshauptstadt Dresden ist die Einwohnerzahl nach einem leichten Rückgang in den Jahren 2020 und 2021 in den Jahren 2022 und 2023 gestiegen. Vor allem im Jahr 2022 wuchs die Bevölkerung aufgrund der ukrainischen Geflüchteten um rund 1,5 %. Der Bevölkerungsanstieg fiel im Jahr 2023 mit 0,5 % leicht geringer aus. Zum Jahresende 2023 lebten nach Angaben des Statistikportals der Landeshauptstadt 572.240 Menschen in Dresden.⁵⁴ Prognosen zufolge soll sich die Bevölkerung ausgehend vom 30. Juni 2023 auf rund 603.000 Einwohner bis Mitte 2040 erhöhen.⁵⁵ Die durchschnittliche Haushaltsgröße liegt mit rund 1,8 Personen pro Haushalt in den Jahren 2014 bis 2022 auf einem nahezu konstanten Niveau.⁵⁶

Die Lage auf dem Mietwohnungsmarkt in Dresden ist weniger angespannt als in der Hauptstadt Berlin. Die Angebotsmieten für Bestandswohnungen sind im ersten Halbjahr 2024 im Vergleich zum Jahresende 2023 um etwa 5 % auf EUR 8,50 je m² gestiegen. Die Angebotsmieten für Neubauten stagnierten im gleichen Zeitraum bei rund EUR 12,90 je m². Die Leerstandsquote ist im Jahr 2022 deutlich auf 1,3 % zurückgegangen. Mittelfristig wird erwartet, dass die Mieten insbesondere im Neubausegment auf einen dynamischeren Wachstumspfad zurückkehren.⁵⁷

Nach einem Anstieg der Bautätigkeit im Jahr 2022 wurden im Jahr 2023 in Dresden lediglich 1.740 Wohnungen fertiggestellt. Während die Angebotspreise für Eigentumswohnungen aus dem Bestandssegment im ersten Halbjahr des Jahres 2024 im Vergleich zum Jahresende 2023 leicht sanken (1 %), stiegen die Angebotspreise für Neubau-Eigentumswohnungen (2 %). Das

⁵³ Vgl. JLL, Wohnungsmarktüberblick H1 2024, S. 10, 20.

⁵⁴ Vgl. www.dresden.de, Dresden ist 2023 weiter gewachsen, Pressemitteilung vom 8. Januar 2024.

⁵⁵ Vgl. www.dresden.de, Dresden rechnet mit mehr als 600.000 Einwohnern im Jahr 2040, Pressemitteilung vom 10. Januar 2024).

⁵⁶ Vgl. www.dresden.de, Haushalte, abgerufen am 4. Juni 2024.

⁵⁷ Vgl. BNP Paribas Real Estate, Residential Report Deutschland H1 2024, 52 f.

Investmentvolumen ging im Jahr 2023 im Vergleich zum Vorjahr stark zurück. Auch für das erste Halbjahr des Jahres 2024 zeichnet sich ein Rückgang ab.⁵⁸

Schweden

In Schweden ist die **Wirtschaftsleistung** mit einem negativen realen BIP im Jahr 2023 leicht gesunken. Auch für die erste Hälfte des Jahres 2024 wird eine sinkende Wirtschaftsleistung prognostiziert, bevor sich die Wirtschaft ab der zweiten Jahreshälfte 2024 erholen soll. Für das Jahr 2025 wird für Schweden ein reales BIP-Wachstum von rund 2 % prognostiziert. Das prognostizierte BIP-Wachstum soll u. a. aufgrund sinkender Inflationserwartungen und sinkenden Zinsprognosen erfolgen.⁵⁹ Der Internationale Währungsfonds prognostiziert für Schweden im Oktober 2024 ein reales Wirtschaftswachstum von 0,9 % im Jahr 2024 und 2,4 % im Jahr 2025.⁶⁰

Die schwedische Bevölkerung soll bis zum Jahr 2025 um rund 1,8 % auf 10,6 Mio. Menschen steigen und so zur steigenden Nachfrage nach Wohnimmobilien beitragen. Auch in Schweden ist der **Wohnimmobilienmarkt** von steigenden Baukosten durch gestiegene Finanzierungskosten, Baustoffmangel und einem hohen Inflationsniveau betroffen. Dies führte im Jahr 2023 zu einer deutlich gesunkenen Anzahl an Baustarts.⁶¹ Für das Jahr 2024 wird ein weiterer Rückgang der Baustarts erwartet. Im Jahr 2025 soll die Anzahl an Baustarts von Wohnimmobilien in Schweden Prognosen zufolge leicht steigen.⁶² Darüber hinaus lag das Transaktionsvolumen im Wohninvestmentmarkt im Jahr 2023 mit rund SEK 16,9 Mrd. (rund EUR 1,5 Mrd.) auf einem sehr geringen Niveau.⁶³ Das Transaktionsvolumen für Mehrfamilienhäuser lag zum Ende des dritten Quartals des Jahres 2024 bereits über dem Niveau des gesamten Jahres 2023.⁶⁴

Österreich

Der Internationale Währungsfonds prognostiziert im Oktober 2024 für das Jahr 2024 einen Rückgang des realen BIP von 0,6%. In 2025 wird ein Wachstum von rund 1,1 % erwartet.⁶⁵ Im Jahr 2024 wird laut Augustprognose eine Inflation von rund 3,2 % prognostiziert. Für die Jahre 2025 und 2026 wird laut Analystenprognosen des Finanzdienstleisters Bloomberg eine Inflation von 2,2 % bzw. 2,1 % erwartet.⁶⁶

⁵⁸ Vgl. BNP Paribas Real Estate, Residential Report Deutschland H1 2024, 52 f.

⁵⁹ Vgl. CBRE, Sweden Real Estate Market Outlook 2024, S. 7.

⁶⁰ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024, S. 33.

⁶¹ Vgl. CBRE, Sweden Real Estate Market Outlook 2024, S. 43.

⁶² Vgl. CBRE, Sweden Living Market Q3 2024, S. 3.

⁶³ Vgl. CBRE, Sweden Real Estate Market Outlook 2024, S. 42.

⁶⁴ Vgl. CBRE, Sweden Living Market Q3 2024, S. 2.

⁶⁵ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024, S. 33.

⁶⁶ Vgl. Bloomberg gewichteter Durchschnitt

Die Arbeitslosenzahl soll im Jahr 2024 leicht ansteigen und ein Niveau von 5,3 % erreichen.⁶⁷ Im Jahr 2023 stieg die Bevölkerungszahl in Österreich auf 9,1 Mio. Menschen an. Im Zuge dieses Wachstums überschritt auch Wien im Herbst 2023 die Zwei-Millionenmarke.⁶⁸ Bis zum Beginn des Jahres 2024 stieg die Bevölkerungszahl um weitere 0,6 % an. Dieses Bevölkerungswachstum führt zu einer steigenden Nachfrage nach Wohnraum.⁶⁹

Im Jahr 2023 sind die Immobilienpreise in Österreich um etwa 1,6 % gesunken. Gleichzeitig ist ein Einkommensanstieg um fast 8 % im Vergleich zum Vorjahr zu verzeichnen. Der Vorteil dieses Preisrückgangs wird jedoch durch die Verteuerung der Kreditfinanzierung durch die Geldpolitik der EZB abgeschwächt. Trotz der restriktiven Geldpolitik werden die Immobilienpreise in Österreich im Jahr 2024 voraussichtlich nur moderat sinken. Hauptsächlich liegt das an den steigenden Baupreisen, der sinkenden Anzahl an Baubewilligungen und der weiterhin starken Nachfrage nach Immobilieninvestitionen.⁷⁰ Für das Jahr 2024 wird ein Rückgang der Fertigstellungen im Wohnungsmarkt um 11 % erwartet. Dennoch bleibt der Wohnungsbedarf aufgrund des Bevölkerungswachstums weiterhin hoch. In den letzten Jahren ist die Zahl der Baugenehmigungen aufgrund gestiegener Baukosten zurückgegangen.⁷¹ Das konstante Bevölkerungswachstum in Österreichs Hauptstadt Wien und die zunehmende Zahl kleiner Haushalte erhöhen den Bedarf an neuem Wohnraum, der in Wien durch verstärkte Bautätigkeit gedeckt werden soll.⁷² Die steigende Nachfrage auf dem Mietmarkt verstärkte die ohnehin hohe Preisdynamik bei Neuvermietungen durch automatische Inflationsanpassungen. Im Jahr 2023 stiegen die Mieten im Durchschnitt um etwa 9,5 % und während die Immobilienpreise sanken, erhöhte sich der Immobilienpreis-Mietindex rapide.⁷³

Aufgrund der neuen Zinspolitik und des veränderten Marktumfelds ist im Jahr 2023 nur wenig Kapital in Immobilienanlagen geflossen. Der Großteil des Investitionsvolumens von insgesamt rund EUR 2,8 Mrd. entfiel dabei auf Büroimmobilien und Einzelhandelsobjekte. Wohnimmobilien waren mit einem Volumen von rund EUR 200 Mio. eher schwach vertreten. In den ersten drei Quartalen des Jahres 2024 betrug das Transaktionsvolumen im österreichischen Immobilieninvestmentmarkt rund EUR 1,7 Mrd. Dies entspricht einem Rückgang von rund EUR 0,5 Mrd. im Vergleich zum gleichen Zeitraum des Vorjahres. Rund 50 % des Transaktionsvolumens entfiel im dritten Quartal 2024 auf die Assetklasse Büro. Im Jahr 2025 hängt die erwartete Entwicklung des Immobilieninvestmentmarktes von den makroökonomischen Bedingungen sowie etwaigen Zinssenkungen ab.⁷⁴

⁶⁷ Vgl. CBRE Research, Österreich Real Estate Market Outlook 2024, S. 5 ff.

⁶⁸ Vgl. Erster Wiener Wohnungsmarkt Bericht 2024, S. 11 ff.

⁶⁹ Vgl. Statistik Austria, 2024, S. 2.

⁷⁰ Vgl. UniCredit Research, Analysen Februar 2024, S. 2 ff.

⁷¹ Vgl. CBRE Research, Österreich Real Estate Market Outlook 2024, S. 24 ff.

⁷² Vgl. erster Wiener Wohnungsmarkt Bericht 2024, S. 11 ff.

⁷³ Vgl. UniCredit Research, Analysen Februar 2024, S. 6 ff.

⁷⁴ Vgl. EHL Immobilieninvestmentmarkt, Marktupdate Q3 2024, S. 2 ff.

c) Gesetzliche Beschränkungen für Mieterhöhungen

Das Immobilienportfolio der Vonovia-Gruppe setzt sich zum größten Teil aus deutschen Immobilien zusammen. Daher unterliegt das Geschäft dem deutschen Mietrecht, unter dem Mieter weitreichende, auf sozialen Standards basierende Schutzrechte genießen. Insbesondere enthält es Beschränkungen im Hinblick auf Mieterhöhungen, die Abrechenbarkeit von Betriebskosten, einschließlich Kosten für Reparaturen und Instandhaltung, die Kündigung von Mietverträgen und Zwangsräumungen. Auch der Verkauf von Wohnimmobilien kann gesetzlichen wie privatrechtlichen Beschränkungen unterliegen.

d) Wettbewerbssituation

Beim Angebot von Wohnraum stehen die Vonovia-Gruppe und die Deutsche Wohnen-Gruppe im Wettbewerb mit anderen börsennotierten Immobiliengesellschaften, kommunalen und gemeinnützigen Immobiliengesellschaften sowie privaten Kleinvermietern, die sich ebenfalls auf die Wohnraumbewirtschaftung konzentrieren.

Beschreibung der Peer Group-Unternehmen

Als relevante börsennotierte Wettbewerber können insbesondere die LEG Immobilien SE, Düsseldorf, die Grand City Properties S.A., Luxemburg/Luxemburg, sowie die TAG Immobilien AG, Hamburg, angesehen werden, die wir auch als Peer Group identifiziert haben. In der Folge werden die Unternehmen beschrieben sowie (soweit sachgerecht) historische und zukunftsorientierte Kennzahlen dargestellt.

LEG Immobilien SE, Düsseldorf (LEG)

Die LEG ist ein deutsches Immobilienunternehmen, das sich auf die Bewirtschaftung, den Erwerb und die Veräußerung von Wohnimmobilien spezialisiert hat. Die LEG verwaltet einen umfangreichen Immobilienbestand von rund 167.000 Wohneinheiten im Jahr 2023, der sich hauptsächlich auf den nordrhein-westfälischen Wohnungsmarkt konzentriert, aber auch in anderen Regionen Deutschlands präsent ist. Das Portfolio umfasst eine Vielzahl von Wohnungen, die an eine breite Mieterschaft vermietet werden, von Einzelpersonen und Familien bis hin zu Senioren und Studenten. Die LEG bietet ihren Mietern auch verschiedene Dienstleistungen an, darunter Mieter-Apps, Quartiersentwicklung sowie soziale Unterstützungsangebote. Im Jahr 2023 erzielte die LEG Nettokaltmieten von insgesamt rund EUR 834,3 Mio.

TAG Immobilien AG, Hamburg (TAG)

Die TAG ist ein deutsches Immobilienunternehmen, das sich auf die Bewirtschaftung, den Erwerb, die Entwicklung und die Verwaltung von Wohnimmobilien konzentriert. Das Unternehmen ist vor allem in Nord- und Ostdeutschland tätig, wobei es sich auf die Bewirtschaftung von attraktivem und gleichzeitig günstigem Wohnraum konzentriert. Das Portfolio der TAG umfasst im Jahr 2023 knapp 85.000 Wohnimmobilien, die sich über verschiedene deutsche Städte und Regionen erstrecken, mit einem Schwerpunkt auf mittelgroßen und kleineren Städten. Das Unternehmen bietet Wohnraum für eine breite Mieterschaft, einschließlich Familien, Singles und Senioren. Daneben ist die TAG seit Ende 2019 bzw. Anfang 2020 im polnischen Wohnimmobilienmarkt aktiv. Neben der Bereitstellung von Wohnraum engagiert sich die TAG auch in der Quartiersentwicklung und bietet verschiedene Dienstleistungen an. Dazu gehören Mieter-Apps, Nachbarschaftsinitiativen und soziale Projekte. Im Jahr 2023 erzielte die TAG eine Netto-Ist-Miete von insgesamt rund EUR 350,8 Mio.

Grand City Properties S.A., Luxemburg/Luxemburg (GCP)

GCP ist ein Immobilienunternehmen, das sich auf die Bewirtschaftung, den Erwerb, die Entwicklung und das Management von Wohnimmobilien in Deutschland spezialisiert hat. Das Unternehmen konzentriert sich auf die Aufwertung von Wohnimmobilien in städtischen Ballungsräumen, insbesondere in Regionen, die ein hohes Bevölkerungswachstum und eine starke Nachfrage nach Wohnraum aufweisen. Das Portfolio von GCP besteht im Jahr 2023 aus rund 63.000 Wohnungen, die hauptsächlich in verschiedenen deutschen Städten und Metropolregionen gelegen sind, darunter Berlin, Nordrhein-Westfalen, Dresden, Leipzig und Halle. Zudem befindet sich ein Teil des Portfolios in London. GCP verfolgt eine Strategie, die auf die Generierung von Wert durch aktives Asset-Management, die Optimierung des Immobilienportfolios und die Realisierung von Skaleneffekten abzielt. Das Unternehmen legt Wert auf die Verbesserung der Energieeffizienz seiner Gebäude, um die Betriebskosten zu senken und einen Beitrag zum Umweltschutz zu leisten. Das Unternehmen bietet seinen Mietern eine Reihe von Dienstleistungen an und engagiert sich in der Quartiersentwicklung. GCP erzielte im Geschäftsjahr 2023 Nettomieterlöse von rund EUR 411,3 Mio.

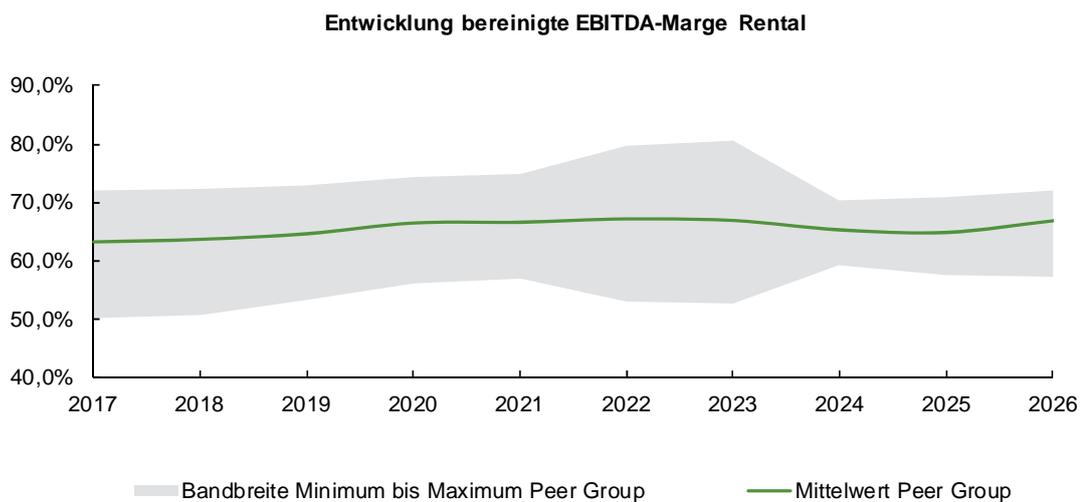
Margen der Peer Group-Unternehmen

In der folgenden Übersicht wird der Mittelwert der in den jeweiligen Rental-Segmenten (d. h. im Bestandsgeschäft) erzielten **EBITDA-Margen Rental** der Peer-Group-Unternehmen für den historischen Zeitraum von 2017 bis 2023 ergänzt um die von Analysten aktuell prognostizierten

EBITDA-Margen Rental für die Jahre 2024 bis 2026 dargestellt. Der grau hinterlegte Bereich begrenzt das jeweilige Minimum und Maximum der historischen bzw. prognostizierten Bandbreiten.

Die EBITDA-Margen Rental wurden für die Jahre 2017 bis 2023 jeweils anhand des im Geschäftsbericht ausgewiesenen bereinigten EBITDAs vor Neubewertungsergebnis bzw. falls vorhanden anhand des separat ausgewiesenen EBITDAs aus Vermietung und Verpachtung sowie den Mieteinnahmen bestimmt.

Die prognostizierten EBITDA-Margen Rental der Jahre 2024 bis 2026 wurden anhand der von Analysten erwarteten EBITDAs und den prognostizierten Mieteinnahmen bzw. Umsatzerlösen bestimmt.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Geschäftsberichte, Bloomberg.

Der Mittelwert der EBITDA-Marge Rental bewegt sich über den historischen Zeitraum von 2017 bis 2023 zwischen 63,3 % und 67,1 % und ist somit relativ stabil. Der Durchschnitt über den historischen Zeitraum beträgt rund **65,5 %**. Für den Prognosezeitraum von 2024 bis 2026 liegen die im Durchschnitt prognostizierten EBITDA-Margen zwischen 64,9 % und 66,9 %.

Klarstellend ist darauf hinzuweisen, dass Kenngrößen von Peer Group-Unternehmen wie Umsatzwachstum oder auch deren EBITDA-Margen sich nicht unmittelbar auf das Bewertungsobjekt übertragen lassen. Zutreffend verweist das LG München I darauf, dass ungeachtet der

grundsätzlichen Vergleichbarkeit jedes Unternehmen eine unterschiedliche Struktur hat, weshalb Umsatzwachstum oder Margen nicht identisch sein können.⁷⁵

⁷⁵ Vgl. LG München I, 19. April 2024, 5 HK O 9734/22e, Beschlusstext S. 41 f.

3. Grundsätze der Unternehmensbewertung

3.1. Allgemeines

Der BGH hat in zwei jüngeren Beschlüssen vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“, II ZB 12/21) sowie vom 31. Januar 2024 („Kabel Deutschland“, II ZB 5/22) seine Auffassung bestätigt, dass die Bezugnahme auf den Börsenkurs den gesetzlichen Bewertungszielen der Ermittlung einer angemessenen Abfindung bzw. eines angemessenen Ausgleichs grundsätzlich entspricht. Die Angemessenheit ist dabei mit Blick auf den von der Rechtsprechung für Abfindungsfälle geforderten „vollen (wirtschaftlichen) Wertausgleich“ zu beurteilen. Hierzu ist unter Berücksichtigung der wirtschaftswissenschaftlichen oder betriebswirtschaftlichen Theorie und der entsprechenden Praxis zu untersuchen, ob der Börsenkurs den „**wahren**“ **Wert** abbildet. Im konkreten Fall ist zu untersuchen, ob davon ausgegangen werden kann, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft der Unternehmen (tatsächlich) zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung in den Börsenkursen (tatsächlich) niedergeschlagen hat (siehe hierzu im Einzelnen unter Ziffer 4.).

Zudem haben die Grundsätze der Unternehmensbewertung, die in der betriebswirtschaftlichen Theorie und Praxis als gesichert gelten, ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V. („IDW“), insbesondere im IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008), gefunden (siehe hierzu sogleich unter Ziffer 3.2. ff.). Die Verlautbarungen des IDW zur Unternehmensbewertung werden auch von den Gerichten als Expertenauffassung anerkannt.⁷⁶

Bei der Ermittlung von **Umtauschverhältnissen** wird in der Rechtsprechung regelmäßig ein Grundsatz der **Methodengleichheit** vertreten. Demnach wäre bei der Ermittlung des Umtauschverhältnisses entweder für beide Unternehmen der Ertragswert oder alternativ für beide Unternehmen der Börsenkurs zu berücksichtigen.⁷⁷

⁷⁶ Vgl. repräsentativ Drescher in BeckOGK/AktG, Stand: 1. Juni 2024, § 8 SpruchG Rz. 8, der formuliert: „Faktisch herrschend ist in Deutschland der IDW Standard S 1, der eine anerkannte Expertenauffassung wiedergibt“. Das OLG Düsseldorf vom 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 71 (BeckRS), stellt fest: „Die Verlautbarungen des FAUB [insb. IDW S 1] sind in der Fachwissenschaft wie dem Berufsstand der Wirtschaftsprüfer anerkannt und werden bei Unternehmensbewertungen in der Praxis ganz überwiegend beachtet. Sie stellen daher eine anerkannte Expertenauffassung und gebräuchliche Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der fundamental-analytischen Ermittlung des Unternehmenswerts dar.“

⁷⁷ Vgl. van Rossum, in: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl. 2023, § 304 AktG, Rz. 100; Popp/Ruthardt, in: WPH-Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel C, Rz. 145.

3.2. Zukunftserfolgswert (Ertragswert)

Der Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse bildet den theoretisch richtigen Wert eines Unternehmens. Nach IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 7, kann der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert nach dem Ertragswertverfahren oder nach den Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden. Im vorliegenden Fall wurden die Unternehmenswerte nach dem von der Rechtsprechung anerkannten Ertragswertverfahren ermittelt. Da bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung und des Risikogehalts der Tax Shields sowie bei Verwendung geeigneter Formeln zur Anpassung des Betafaktors an die Kapitalstruktur, die Discounted-Cashflow-Verfahren und das Ertragswertverfahren zu gleichen Unternehmenswerten führen,⁷⁸ wurde auf eine zusätzliche Darstellung der Unternehmenswerte nach einem Discounted-Cashflow-Verfahren verzichtet.

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, die dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.⁷⁹ 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 einen von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikozuschlag zerlegen.

Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert als Sonderwert (einschließlich Schulden) hinzuzurechnen.

3.3. Objektivierter Unternehmenswert

a) Grundlagen

In Theorie, Praxis und Rechtsprechung besteht heute Einigkeit, dass es einen „objektiven, allgemeingültigen“ Unternehmenswert nicht gibt. Vielmehr wird die Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungszweck herausgestellt. Ob ein Entscheidungs-, Schieds- oder objektivierter Wert zu ermitteln ist, wird durch den Zweck determiniert, zu dem die Bewertung erfolgt, und ist somit abhängig von der Funktion, die der Bewerter einnimmt.

⁷⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 101.

⁷⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 114.

In Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungszweck ergeben sich in der Regel unterschiedliche Annahmen über die Prognose und Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse, Art und Umfang einzubeziehender Synergien sowie zu den persönlichen Verhältnissen der Anteilseigner bzw. deren anlassbezogenen Typisierung. Daher setzt eine sachgerechte Unternehmenswertermittlung voraus, dass im Rahmen der Auftragserteilung festgelegt wird, in welcher Funktion der Wirtschaftsprüfer tätig wird, um daraus die dem jeweiligen Bewertungszweck entsprechenden Annahmen und Typisierungen herleiten zu können.

Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis ist im Rahmen der Ermittlung einer angemessenen Abfindung bzw. Ausgleichszahlung auf den objektivierten Unternehmenswert abzustellen.⁸⁰ Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfaren 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, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren.⁸¹

b) Synergieeffekte

IDW S 1 unterscheidet zwischen echten und unechten Synergieeffekten.⁸² **Echte Synergien** ergeben sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme. Dagegen sind sogenannte **unechte Synergieeffekte** dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne die Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen.⁸³

Im Rahmen der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts sind die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten zu berücksichtigen.⁸⁴ Dies gilt nach Auffassung der Rechtsprechung jedoch nur insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind.⁸⁵

⁸⁰ Vgl. OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 74 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 21. Februar 2019, 26 W 5/18, Tz. 42 (BeckRS); LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 31; LG München I, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22, Beschlusstext S. 27.

⁸¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 29.

⁸² Vgl. ausführlich Popp, Der Konzern 2023, S. 58, 65 f.; Bertl/Popp, RWZ 2022, S. 88 ff.; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.30 ff.

⁸³ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 120.

⁸⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 34.

⁸⁵ Vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 60 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 10. März 2016, 26 W 14/13, Tz. 51 (BeckRS).

Der Einbezug **echter Synergien** ist dagegen im Rahmen der objektivierten Bewertung im Einklang mit der herrschenden Meinung der Rechtsprechung nicht angezeigt.⁸⁶ Demzufolge sind bei der Bewertung keine Effekte zu berücksichtigen, die sich erst durch die Durchführung der Strukturmaßnahme selbst ergeben.

c) Gewinnverwendungspolitik

Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 35, ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Die Gewinnverwendungspolitik wird von der Rechtsprechung als unternehmerische Entscheidung des Vorstands der Gesellschaft gesehen,⁸⁷ die nicht dahingehend zu überprüfen sei, ob sie sich gewinnmaximierend auswirkt.⁸⁸

Im Rahmen der **Gewinnverwendungspolitik** sind die Innenfinanzierung in der Detailplanungsphase sowie die Wachstumsthesaurierung in der Rentenphase festzulegen. Ergibt sich aus dem integrierten Planungsmodell in der Detailplanungsphase temporär nach Ausnutzung der geplanten Fremdfinanzierung ein Kapitalbedarf, kann dieser durch die Nichtausschüttung von Gewinnen finanziert werden. Diese Form der **Innenfinanzierung** in der Detailplanungsphase (auch sog. Ist-Thesaurierung) kann zur Tilgung von Verbindlichkeiten oder zur Verwendung für operativ notwendige Investitionen herangezogen werden.

In der Rentenphase wird regelmäßig von einem preis- bzw. inflationsbedingten Wachstum des Unternehmens ausgegangen. Auch bei einer nachhaltigen Vollausschüttung der finanziellen Überschüsse (teilweise auch als fiktive Vollausschüttung bezeichnet) unterliegt das im Unternehmen gebundene Kapital inflationsbedingten Wachstumseinflüssen, wodurch sich das in der Plan-Bilanz zum Ende des letzten Jahres der Detailplanungsphase ausgewiesene wirtschaftliche Eigenkapital in der Phase der ewigen Rente inflationsbedingt fortentwickelt.⁸⁹ Zur Finanzierung des bilanziellen Wachstums in der ewigen Rente müssen regelmäßig Teile des nachhaltigen Ergebnisses einbehalten werden, da anderenfalls kein eingeschwungener Verschuldungsgrad (zu

⁸⁶ Vgl. OLG München, 19. Januar 2022, 31 Wx 366/17, Beschlusstext S. 18; OLG Hamburg, 23. September 2021, 13 W 87/18, Beschlusstext S. 15; OLG Düsseldorf, 8. Juli 2021, 26 W 10/20, Beschlusstext S. 20; OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 41; OLG Düsseldorf, 24. September 2020, 26 W 5/16, Tz. 56 (BeckRS); OLG Stuttgart, 3. März 2020, 20 W 2/17, Beschlusstext S. 21; OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 81 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 14. August 2018, 9 W 4/14, Beschlusstext S. 21; OLG München, 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, Tz. 46 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 61 (BeckRS).

⁸⁷ Vgl. OLG München, 9. September 2014, 31 Wx 128/14, Beschlusstext S. 8, 10; OLG Frankfurt, 9. Februar 2010, 5 W 33/09, Tz. 51 (juris); LG Stuttgart, 13. August 2019, 31 O 50/15, Beschlusstext S. 77; LG München I, 28. Mai 2014, 5 HK O 22657/12, S. 26 (BeckRS).

⁸⁸ Vgl. OLG Schleswig-Holstein, 9. März 2020, 9 W 169/15, Beschlusstext S. 12; OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11, AG 2012, S. 417, 419; OLG Frankfurt, 29. April 2011, 21 W 13/11, Tz. 58 (juris); OLG Frankfurt, 9. Februar 2010, 5 W 33/09, ZIP 2010, S. 279, 731.

⁸⁹ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 455.

Marktwerten) realisiert werden kann – sog. **Wachstumsthesaurierung**.⁹⁰ Der Betrag der sog. Wachstumsthesaurierung ergibt sich – bei bilanzieller Betrachtung – aus dem Produkt der Wachstumsrate und dem wirtschaftlichen Eigenkapital zum Ende der Planungsphase.⁹¹

Das geplante Ausschüttungsvolumen wird im sog. **Wertbeitrag aus Ausschüttungen** abgebildet. In der Fortführungsphase (so genannte ewige Rente) wird regelmäßig die typisierende Annahme getroffen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist.⁹²

Sofern vom Jahresergebnis (anteilig) Beträge einbehalten werden, für diese allerdings keine konkrete Verwendung geplant ist, wird im Rahmen des Ertragswertverfahrens für diese üblicherweise die ökonomisch sinnvolle Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage getroffen. Die (fiktive) Investition der Beträge auf Unternehmensebene führt in den Jahren nach der Thesaurierung zu zusätzlichen Erträgen. Unter der Annahme der kapitalwertneutralen Reinvestition⁹³ können diese formal nicht ausgeschütteten Mittel wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner – als sog. **Wertbeitrag aus Thesaurierungen** – abgebildet werden.

d) Berücksichtigung der Steuerbelastung der Anteilseigner

Die Ermittlung des Unternehmenswerts erfolgt aus der Sicht der Unternehmenseigner. Dabei wird im Fall gesetzlicher und vertraglicher Bewertungsanlässe typisierend eine Bewertung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner vorgenommen.⁹⁴ Die **Steuerbelastungen der Anteilseigner** auf die Dividenden sowie die Veräußerungsgewinne sind entsprechend zu berücksichtigen. Maßgeblich hierfür sind die einkommensteuerlichen Ausschüttungsannahmen sowie die relevanten Steuersätze. In der Praxis werden üblicherweise nachhaltige Ausschüttungsquoten in einer Bandbreite zwischen 40 % und 60 % angesetzt.⁹⁵

⁹⁰ Vgl. Popp, Der Konzern 2019, S. 105, 108 f.; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.78.

⁹¹ Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.78.

⁹² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 37.

⁹³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 37.

⁹⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 31.

⁹⁵ Vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 117; WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A., Tz. 280; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.79; OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 143 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 53 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 99 (BeckRS) [50 %]; OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 99 (BeckRS) [50 %].

Besteuerung der Ausschüttungen

Die den **Wertbeitrag aus Ausschüttungen** bildende Dividendensumme ist grundsätzlich um die Abgeltungsteuer von 25,0 % zuzüglich 5,5 % SolZ zu vermindern. Für Dividendenzahlungen gilt dies allerdings nur insoweit, als diese nicht als Rückzahlung aus dem steuerlichen Einlagekonto zu bewerten sind und daher steuerfrei vereinnahmt werden können.⁹⁶

Eine Nutzung des steuerlichen Einlagekontos ist nur möglich, sofern eine Ausschüttung den „ausschüttbaren Gewinn“ i.S. von § 27 Abs. 1 S. 5 KStG übersteigt und insoweit die Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto erfolgt.⁹⁷ Die temporäre Steuerfreiheit haben wir integriert bei der Ermittlung der Abgeltungsteuer (zzgl. SolZ) auf den Wertbeitrag aus Ausschüttungen berücksichtigt. Insoweit ist eine Berücksichtigung der Effekte aus dem steuerlichen Einlagekonto als Sonderwert zur Vermeidung einer Doppelerfassung bei der Bewertung ausgeschlossen.

Besteuerung der Veräußerungsgewinne

Die (fiktive) Investition der Wertbeiträge aus Thesaurierung auf Unternehmensebene führt in den Jahren nach der Thesaurierung zu zusätzlichen Erträgen, die den Wert des Unternehmens erhöhen. Aus Sicht der typisierten Anteilseigner wird durch die fiktive unmittelbare Zurechnung ein Wertzuwachs unterstellt, der in steuerlicher Hinsicht einen Veräußerungsgewinn auslöst. Dieser unterliegt unter der Annahme einer längeren Haltedauer unter Bewertungsaspekten einer niedrigeren effektiven Belastung mit persönlichen Ertragsteuern.

Entscheidend ist hierbei auch, dass es primär nicht um die Höhe der Veräußerungsgewinnbesteuerung der konkreten Abfindung geht, sondern um die – vorgelagerte – Berechnung des Ertragswertes bei unterstellter unendlicher Lebensdauer des Unternehmens als solcher. Ferner besteht kein Zusammenhang mit der (Standard-)Annahme einer ewigen Lebensdauer des Unternehmens und der typisierten Haltedauer.⁹⁸

Die Abbildung der künftigen Höhe der effektiven Abgeltungsteuer auf Veräußerungsgewinne hängt von der unterstellten Haltedauer sowie der thesaurierungsbedingten Kursentwicklung beim Bewertungsobjekt und der Alternativanlage ab.⁹⁹ In der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung ist die typisierende Annahme einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe

⁹⁶ Vgl. Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 32; OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 71 (BeckRS); OLG München, 13. November 2018, 31 Wx 372/15, Tz. 8 (BeckRS) i.V.m. LG München I, 21. August 2015, 5 HK O 1913/14, Beschlusstext S. 9; LG München I, 28. März 2019, 5 HK 3374/18, Tz. 118 (BeckRS).

⁹⁷ Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1572 f.

⁹⁸ Vgl. KG Berlin, 1. November 2021, 2 W 6/17, Tz. 79 (BeckRS).

⁹⁹ Vgl. Wiese, WPg 2007, S. 368, 375.

von 12,5 % zuzüglich SolZ (d. h. in Summe 13,1875 %) anerkannt.¹⁰⁰ Entsprechend werden die zu **Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen** mit einer effektiven Steuer in Höhe von 13,1875 % belastet.

Besteuerung inflationsbedingter Veräußerungsgewinne

Der Unternehmenswert steigt finanzmathematisch nominal in der ewigen Rente Jahr für Jahr in Höhe der unternehmensspezifischen Inflationsrate; dies gilt auch unter der Annahme einer Vollauskehrung (fiktiven Vollausschüttung) der geplanten Ergebnisse. Wird typisierend von einer nicht unendlichen Haltedauer der Anteilseigner ausgegangen, werden auch diese inflationsbedingten (Schein-) Kursgewinne nach der typisierten Haltedauer realisiert und unterliegen dann der effektiven Abgeltungsteuer zzgl. SolZ.¹⁰¹

Die Berücksichtigung der Steuerfolgen **inflationsbedingter Veräußerungsgewinne** bei der Ableitung der Nettoeinnahmen ist in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung anerkannt.¹⁰² Alternativ ist rechentechnisch ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich.¹⁰³

e) Kapitalisierung der Nettozuflüsse

Der Zukunftserfolgswert wird durch die mit dem **Kapitalisierungszins** abgezinsten Überschüsse ermittelt. Auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes sind die steuerlichen Wirkungen auf Ebene der Anteilseigner zu berücksichtigen. Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 ist als Alternativanlage auf die Rendite eines Aktienportfolios abzustellen und die durchschnittlich auf solche Renditen entfallende Steuerbelastung zu ermitteln.¹⁰⁴

¹⁰⁰ Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.); Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1581, m.w.N.; OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 69 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 24. September 2020, 26 W 5/19, Tz. 65 (BeckRS); OLG Frankfurt, 5. Februar 2016, 21 W 69/14, Tz. 85 (BeckRS).

¹⁰¹ Vgl. mit weiterführenden Nachweisen WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 453 f.

¹⁰² Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1582 ff.; Popp, Der Konzern 2019, S. 149 ff.; Ruthardt/Popp, AG 2019, S. 196, 200; OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 66 (BeckRS); OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21, Beschlusstext S. 21; KG Berlin, 1. November 2021, 2 W 6/17, Tz. 82 ff. (BeckRS); OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 73 ff. (BeckRS); OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 74 ff. (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 101 ff. (BeckRS); LG München I, 16. April 2021, 5 HK O 5711/19, Beschlusstext S. 68 f.; LG Berlin, 5. Februar 2021, 102 O 25/12, Beschlusstext S. 55.

¹⁰³ Vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349, 356; Jonas/Wieland-Blöse, § 17 Berücksichtigung von Steuern, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Fn. 5 zu Rz. 17.41; Raths, Restwertermittlung in der Unternehmensbewertung, 2018, S. 89 f.; Dierkes/Sümpelmann, BewP 2019, S. 66, 68 f.; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, Fn. 708 auf S. 141.

¹⁰⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 93.

Die erwarteten Nettoausschüttungen einerseits und die fiktiv unmittelbar zugerechneten Wertbeiträge aus Thesaurierung andererseits sind auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen. Für die Diskontierung der jährlichen Ausschüttungen wird davon ausgegangen, dass die Gewinnausschüttungen zum Geschäftsjahresende erfolgen. Die Ausschüttungsbeträge werden folglich vom Ende des jeweiligen Geschäftsjahres auf den technischen Bewertungsstichtag abgezinst. Die Diskontierung des Wertbeitrags aus Thesaurierungen der ewigen Rente erfolgt ebenfalls auf den technischen Bewertungsstichtag, so dass sich der Ertragswert als Wertkomponente auf den technischen Bewertungsstichtag, den Beginn des ersten Planjahres 2025 darstellt. In einem zweiten Schritt erfolgt dann die Aufzinsung auf den unterjährigen Bewertungsstichtag.¹⁰⁵

f) Sonderwerte / nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden, sind gesondert zu bewerten und dem Ertragswert als **Sonderwert** (einschließlich Schulden) hinzuzurechnen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen kommen dafür unter anderem bestimmte Finanzaktiva wie Beteiligungen, steuerliche Effekte, Pensionsverpflichtungen und Verwässerungseffekte aus Wandelanleihen bzw. Aktienoptionsprogrammen in Frage.

Nicht betriebsnotwendige Vermögensteile, die einzeln veräußert werden können, ohne die eigentliche Unternehmensaufgabe zu berühren (funktionales Abgrenzungskriterium), werden mit dem Liquidationswert unter Abzug der Kosten der Liquidation sowie den steuerlichen Folgen auf Unternehmensebene berücksichtigt.

Inwieweit **Steuern auf der Eigentümerenebene** zu berücksichtigen sind, hängt von der beabsichtigten Verwendung der erzielten Erlöse ab.¹⁰⁶ Wird von einer Ausschüttung der erzielten Erlöse oder nicht betriebsnotwendiger Liquidität ausgegangen, erfordert dies in der Regel die Berücksichtigung (typisierter) persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner.¹⁰⁷

¹⁰⁵ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 631.

¹⁰⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 61.

¹⁰⁷ Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.181; Popp, Der Konzern 2020, S. 177, 179 m.w.N.; Thüringer OLG, 5. Januar 2022, 2 W 135/19, Tz. 80 (BeckRS); OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 121 (BeckRS) i.V.m. LG München I, 29. August 2018, 5 HK O 16585/15, Beschlusstext S. 126; LG Dortmund, 23. März 2023, 18 O 74/16, Beschlusstext S. 35.

3.4. Liquidations- und Substanzwert

Nach den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen ist der Liquidationswert alternativ zum Ertragswert zu ermitteln, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt.¹⁰⁸

Nach den für die Abfindungs- und Ausgleichsermittlung maßgeblichen Grundsätzen der Rechtsprechung soll es auf den Liquidationswert allenfalls dann ankommen, wenn die Absicht besteht, das Unternehmen tatsächlich zu liquidieren und die Ertragsaussichten des Unternehmens auf Dauer negativ sind¹⁰⁹ oder die finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen oder die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht vertretbar erscheint.¹¹⁰ Die Abwägung speziell der aktienrechtlichen Spruchverfahrensentscheidungen, wonach nicht stets der Liquidationswert als Untergrenze anzusehen ist, resultiert nicht zuletzt daraus, dass ihn die abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre nicht realisieren können.¹¹¹ Besteht ein rechtlicher oder tatsächlicher Zwang zur Unternehmensfortführung, scheidet eine Unternehmensbewertung anhand des Liquidationswerts aus.¹¹²

Da im vorliegenden Fall die Vonovia SE sowie die Deutsche Wohnen SE unbefristet fortgeführt werden sollen, wurde auf eine Ableitung und Darstellung der Liquidationswerte im Rahmen dieser gutachtlichen Stellungnahme verzichtet.

Im Gegensatz zum Liquidationswert ist der Substanzwert i.S.d. IDW S 1 i.d.F. 2008 sowohl für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung als auch für den Fall einer beabsichtigten Liquidation ohne Aussagewert.¹¹³ Bei einer anzunehmenden Liquidation ist nicht der Substanz-, sondern der Liquidationswert anzusetzen.

¹⁰⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 5.

¹⁰⁹ Vgl. BGH, 18. September 2006, II ZR 225/04, AG 2006, S. 887, 889; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Tz. 22 (BeckRS); OLG München, 17. Juli 2014, 31 Wx 407/13, S. 6 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 10. Juni 2009, 26 W 1/07, Tz. 96 f. (juris); OLG Düsseldorf, 29. Juli 2009, 26 W 1/08, Tz. 37 (juris).

¹¹⁰ Vgl. OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 84 (BeckRS); OLG München, 15. Dezember 2020, 31 Wx 299/16, Beschlusstext S. 7.

¹¹¹ Vgl. OLG Karlsruhe, 30. Juli 2024, 12 W 26/23, Beschlusstext S. 28; OLG Frankfurt, 13. September 2021, 21 W 38/15, Tz. 149 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 84 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 27. Februar 2004, 19 W 3/00, AG 2004, S. 324, 328; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.192.

¹¹² Vgl. OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07, AG 2009, S. 667, 668.

¹¹³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6; OLG Stuttgart, 14. September 2011, 20 W 6/08, Tz. 202 (juris); OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07, AG 2009, S. 667, 668; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.198; Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 29; LG Berlin, 3. Dezember 2021, 102 O 46/14, Beschlusstext S. 82; LG München I, 27. August 2021, 5 HK O 5884/20, Beschlusstext S. 72.

3.5. Net Asset Value

In der betriebswirtschaftlichen Theorie und der Bewertungspraxis ist unstrittig, dass sich der Wert eines Unternehmens durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner ergibt.¹¹⁴ Unternehmen erwirtschaften finanzielle Überschüsse durch eine zweckgerichtete Kombination von materiellen und immateriellen Werten. Der Wert des Unternehmens wird nicht durch die einzelnen bzw. isolierten Werte der einzelnen Bestandteile des Vermögens und der Schulden bestimmt, sondern durch das Zusammenwirken aller Werte.¹¹⁵ Entsprechend ist der Unternehmenswert nach IDW S 1 i.d.F. 2008 als Zukunftserfolgswert unter Anwendung des Ertragswertverfahrens (oder eines Discounted-Cash-Flow-Verfahrens), d. h. nach einem sog. „Gesamtbewertungsverfahren“, zu ermitteln.¹¹⁶

Ungeachtet dessen wird in der Bewertungspraxis insbesondere bei rein vermögensverwaltenden Immobiliengesellschaften und anderen vermögensverwaltenden Gesellschaften teilweise (ergänzend) auf den Net-Asset-Value („NAV“) verwiesen. Bei vermögensverwaltenden Gesellschaften beschränkt sich die Geschäftstätigkeit in der Regel auf die Anlage von Vermögen (z. B. in Wertpapieren oder Immobilien).¹¹⁷

Für die Ermittlung des NAV werden die Zeitwerte der Vermögenswerte addiert und um die Zeitwerte der Schulden gekürzt.¹¹⁸ Dabei sind auch bilanziell nicht erfasste Vermögenswerte und Schulden zu berücksichtigen. Insbesondere wird der Barwert der (allgemeinen nicht objektbezogenen) Verwaltungskosten in Abzug gebracht.¹¹⁹ Auf diese Weise soll ein Zeitwert des Eigenkapitals ermittelt werden. Da bei der Ermittlung des NAV eine Unternehmensfortführung und keine Zerschlagung bzw. Liquidation der Gesellschaft unterstellt wird, werden keine Liquidationskosten in Abzug gebracht.¹²⁰ Auch etwaige steuerliche Belastungen, die sich bei einer Veräußerung der Vermögenswerte ergeben würden, werden aufgrund der Fortführungsannahme nicht berücksichtigt.¹²¹ Der NAV stellt damit explizit **keinen Liquidationswert** dar. Aufgrund der angenommenen Fortführungsperspektive soll der NAV bei vermögensverwaltenden Gesellschaften vielmehr die zukunftsorientierte Ertragswertermittlung plausibilisieren oder ersetzen.

In der Praxis erfolgt zunächst eine Bestimmung der Marktwerte der einzelnen Vermögenswerte und Schulden. Dabei liegt der Fokus nicht auf der Ermittlung der diskontierten zukünftigen

¹¹⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 4.

¹¹⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 18.

¹¹⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 7.

¹¹⁷ Vgl. ausführlich zu Merkmalen vermögensverwaltender Gesellschaften Creutzmann, BWP 2017, S. 74, 75.

¹¹⁸ Vgl. zur Bewertung einzelner Assets und Verbindlichkeiten Creutzmann, BWP 2017, S. 75, 77.

¹¹⁹ Vgl. OLG Karlsruhe, 30. Juli 2024, 12 W 26/23, Beschlusstext S. 18; BayObLG, 18. Mai 2022, 101 ZBR 97/20, Tz. 40 ff. (BeckRS); BayObLG, 23. August 2023, 101 W 184/21, Tz. 77 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 25. Mai 2020, 12 W 17/19, Tz. 45 (BeckRS); OLG Frankfurt a. M., 8. September 2016, 21 W 36/15, Tz. 55 (BeckRS); OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21, Beschlusstext S. 21; OLG Frankfurt a.M., 8. September 2016, 21 W 36/15, Tz. 55 (BeckRS).

¹²⁰ Vgl. Ruiz de Vargas, in: Bürgers/Körper/Lieder (Hrsg.), Aktiengesetz, 5. Aufl., 2021, Anh. zu § 305 AktG, Rz. 64.

¹²¹ Vgl. Creutzmann/Stellbrink, BOARD 2019, S. 225, 226.

Zahlungsströme aus der Perspektive des Anteilseigners der vermögensverwaltenden Gesellschaft. Anschließend fließen diese Marktwerte in der Regel ohne weitere Anpassungen in die NAV-Ermittlung ein. Daher kann aufgrund unterschiedlicher (implizit oder explizit) getroffener Annahmen oder Abgrenzungen bezüglich der in die NAV-Ermittlung und die Ertragswertermittlung eingehenden Zahlungsströme sowie (aktuell insbesondere aufgrund der angesetzten) Kapitalisierungszinssätze der NAV deutlich vom Ertragswert abweichen.

In der Bewertungspraxis besteht Einigkeit, dass der NAV folgenden Besonderheiten rein vermögensverwaltender Gesellschaften Rechnung tragen soll:

- Der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft ergibt sich im Wesentlichen aus der Ertragskraft ihrer Kapitalanlagen, die wiederum maßgeblich in ihren Marktwerten (Verkehrswerten) zum Ausdruck kommt.
- Für eine vermögensverwaltende Gesellschaft ist es charakteristisch, dass sie sowohl regelmäßig wiederkehrende (Zins-, Dividenden- und Mieterträge etc.) als auch einmalige Erträge (Veräußerungsgewinne bzw. -verluste) aus unterschiedlichen Anlageformen erzielt.
- „Synergien“ durch ein Zusammenwirken von verschiedenen Kapitalanlagen, die über eine Risikostreuung hinausgehen, sind nicht erkennbar oder absehbar. Der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft wird damit von den voneinander unabhängigen Vermögensgegenständen und Schulden und den daraus zufließenden Zahlungsströmen bestimmt. Dagegen wird der Wert eines operativ tätigen Unternehmens typischerweise nicht durch die isolierten Werte der einzelnen Bestandteile des Vermögens und der Schulden bestimmt, sondern durch das Zusammenwirken von materiellen und immateriellen Werten.

Dementsprechend haben die Gerichte in Spruchverfahren das NAV-Verfahren ausschließlich für die Bewertung von reinen Vermögensverwaltungsgesellschaften **ohne operatives Geschäft** für geeignet erklärt.¹²²

Aktuell lässt sich zudem eine sehr deutliche Entkopplung der NAV-Werte börsennotierter Immobilienbestandhalter in Deutschland von der beobachtbaren Marktkapitalisierung bzw. Börsenbewertung beobachten. Die beobachtbaren Börsenbewertungen liegen insbesondere seit dem Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus deutlich unter den kommunizierten NAV-Werten. Es zeigt sich, dass die im Rahmen der Fair Value Ermittlung der Renditeimmobilien (nach IAS 40) modellkonform bzw. modellimmanent herangezogenen Diskontierungszinssätze aktuell weiterhin deutlich unter den im Rahmen der Ertragswertermittlung herangezogenen zukunftsorientiert abgeleiteten

¹²² Vgl. BayObLG, 23. August 2023, 101 W 184/21, (BeckRS); BayObLG, 18. Mai 2022, 101 ZBR 97/20, (BeckRS); BayObLG, 8. September 2016, 21 W 36/15, (BeckRS); OLG Karlsruhe, 25. Mai 2020, 12 W 17/19, (BeckRS); OLG München, 11. Juli 2019, 31 Wx 213/17, (BeckRS).

Kapitalisierungszinssätzen liegen. Insofern sind die im Rahmen der Immobilienbewertung herangezogenen Zinssätze in der Folge der allgemeinen Zinsniveauerhöhung (bislang) nicht im selben Ausmaß angestiegen, wie die für Zwecke der Unternehmensbewertung maßgeblichen Kapitalisierungszinssätze.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass die NAV-Methode zur Unternehmensbewertung nur eingeschränkt anwendbar ist. Richtigerweise verweist das OLG Frankfurt a.M. darauf, dass für die angemessene Abfindung auf die zukünftigen finanziellen Überschüsse der Gesellschaft und nicht auf die Summe der singulären Überschüsse ihrer einzelnen Vermögenswerte abzustellen ist. „Dazu aber gibt die NAV-Methode – ohne entsprechende Anpassungen – zunächst keine Auskunft“¹²³. Mit anderen Worten müssten bei einer Anwendung der NAV-Methode so lange **Anpassungen** vorgenommen werden, bis sich wieder der (ertragswertbasierte) Unternehmenswert ergibt. Interpretiert man die NAV-Methode auf diese Weise, handelt es sich hierbei um nichts anderes als einen **Sum-Of-The-Parts-Ansatz**, der unter konsistenten Annahmen mit dem (auf Basis einer Konzernplanung und entsprechenden Kapitalkosten) ermittelten Ertragswert übereinstimmt.

Vor diesem Hintergrund haben wir vorliegend auf eine Ermittlung und Darstellung des NAV für die Vonovia SE und die Deutsche Wohnen SE verzichtet.

Auch aus der Rechtsprechung lässt sich jedenfalls keine Pflicht ableiten, neben dem Ertragswertverfahren bei Immobilienunternehmen bzw. vermögensverwaltenden Unternehmen auch den NAV heranzuziehen.¹²⁴ Auch finden sich die NAV-Methode ablehnende Beschlüsse¹²⁵ bzw. Hinweise, nach denen das Ertragswertverfahren gegenüber der NAV-Methode bevorzugt wird.¹²⁶

3.6. Vergleichsorientierte Bewertung

Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen so genannte Multiplikatormethoden. Dieses Bewertungskonzept folgt ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt. Das Multiplikatorverfahren basiert auf einer vergleichenden Unternehmensbewertung in dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

¹²³ OLG Frankfurt a.M., 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 21 (BeckRS).

¹²⁴ Vgl. OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13 (AktE), Tz. 37 (BeckRS); OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Beschlusstext, S. 14.

¹²⁵ Vgl. OLG Frankfurt a.M., 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 21 (BeckRS); LG München I, 14. Februar 2014, 5 HK O 16505/08, Beschlusstext, S. 63.

¹²⁶ Vgl. OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21, Beschlusstext S. 21.

Analog zu den Discounted-Cashflow-Verfahren kann bei der Multiplikatorbewertung nach Enterprise Ansätzen und Equity Ansätzen differenziert werden. Bei den Equity Ansätzen wird direkt der Wert für die Eigenkapitalgeber ermittelt. Dagegen wird bei den Enterprise Ansätzen zunächst der gesamte Wert des Unternehmens für die Eigen- und Fremdkapitalgeber ermittelt. Der Wert des Eigenkapitals ergibt sich durch Subtraktion des Marktwerts des Fremdkapitals. Im Falle von EBIT- bzw. EBITDA-Multiplikatoren (also vor Abzug des Finanz- bzw. Zinsergebnisses) handelt es sich um einen Enterprise Ansatz, so dass auf den Gesamtunternehmenswert als Bezugsgröße abzustellen ist.

Multiplikator-Bewertungen stellen nur vereinfachte Wertfindungen dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten.¹²⁷

Ergänzend zu den von uns vorgenommenen analytischen Bewertungen nach der Ertragswertmethode haben wir für die Vonovia-Gruppe bzw. die Deutsche Wohnen-Gruppe vergleichsorientierte Bewertungen durchgeführt (vgl. Abschnitt 5.5. und 6.5.).

3.7. Vorerwerbe durch die Vonovia SE

Das BVerfG hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteilseigentums zur Bemessung der Abfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können, weil sie regelmäßig weder zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien eine Beziehung haben.¹²⁸ Die Erwägungen eines Mehrheitsaktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme – z. B. im Rahmen eines Übernahmeangebots – gegebenenfalls überhöhte Preise zu akzeptieren bereit ist, seien lediglich für den Mehrheitsaktionär bestimmend, während sie für Dritte keine Bedeutung hätten. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelänge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch. Diese Entscheidung entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung¹²⁹ und wurde vom BGH jüngst nochmals bestätigt.¹³⁰

¹²⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 143; OLG Düsseldorf, 29. Oktober 2018, 26 W 13/17, Tz. 55 (BeckRS); kritisch zur Aussagekraft: OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 146 (BeckRS); OLG Frankfurt 2. Mai 2011, 21 W 3/11, Tz. 83 (juris); OLG Frankfurt, 15. Februar 2010, 5 W 52/09; Tz. 105 (juris); LG München I, 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15, Tz. 62 (juris).

¹²⁸ Vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566, 568.

¹²⁹ Vgl. für alle: van Rossum, in: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl., 2023, § 305, Tz. 91; BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632.

¹³⁰ Vgl. BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Beschlusstext Tz. 51.

Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH am 15. Oktober 2009¹³¹ getroffen. Nach Auffassung des EuGH enthält das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz, durch den die Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt sind, dass der Hauptaktionär verpflichtet ist, deren Aktien zu den gleichen Bedingungen aufzukaufen wie die, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der der Hauptaktionär die Kontrolle erlangt oder seine Kontrolle verstärkt hat. Dass Preisen, die der Hauptaktionär zahlt, in der Regel keine Relevanz für die angemessene Abfindung zukommt, wurde ebenfalls ausdrücklich vom BGH¹³², dem OLG München¹³³, dem OLG Düsseldorf¹³⁴, dem OLG Stuttgart¹³⁵, dem OLG Frankfurt¹³⁶, dem Thüringer OLG¹³⁷ sowie dem OLG Hamburg¹³⁸ festgehalten.¹³⁹

3.8. Bewertungsstichtage

§ 305 Abs. 3 S. 2 legt fest, dass die angemessene **Abfindung** „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag“ berücksichtigen muss. Dazu korrespondiert das Stichtagsprinzip als allgemein anerkannter Grundsatz ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung: Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 22, 23 sind Unternehmenswerte zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln. Dabei ist der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können.

Bei der Ermittlung eines Umtauschverhältnisses ist für beide Unternehmen von einem einheitlichen Stichtag auszugehen. In der Praxis wird dabei regelmäßig auf den Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung des übertragenden Rechtsträgers bzw. hier des beherrschten Unternehmens abgestellt.¹⁴⁰

Vorliegend wurde dementsprechend bei der Bewertung der Deutsche Wohnen SE und bei der Bewertung der Vonovia SE als Bewertungsstichtag jeweils der 23. Januar 2025 als Tag der außerordentlichen Hauptversammlung der Deutsche Wohnen SE zu Grunde gelegt.

¹³¹ Vgl. Rs. C 101/08, AG 2009, S. 821 ff.

¹³² Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZR 18/09, AG 2010, S. 629, 632.

¹³³ Vgl. OLG München, 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, Tz. 34 (BeckRS).

¹³⁴ Vgl. OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 183 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 22. März 2018, 26 W 20/14, Tz. 58 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 12. November 2015, 26 W 9/14, Tz. 43 (BeckRS).

¹³⁵ Vgl. OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 61 f.; 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Beschlusstext S. 34.

¹³⁶ Vgl. OLG Frankfurt, 26. Mai 2023, 21 W 119/22, Beschlusstext S. 31; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 33 (BeckRS).

¹³⁷ Vgl. Thüringer OLG, 16. Mai 2022, 2 W 197/19, Beschlusstext S. 19; 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 18.

¹³⁸ Vgl. OLG Hamburg, 8. Oktober 2018, 13 W 20/16, Tz. 30 (BeckRS); 27. März 2012, 13 W 20/09, Beschlusstext S. 7.

¹³⁹ Vgl. A.: LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 93; LG Berlin, 15. November 2022, 102 O 100/12, Beschlusstext S. 105; LG München I, 25. August 2023, 5 HK O 12034/21, Beschlusstext S. 88; LG München I, 28. März 2019, 5 HK 3374/18, Beschlusstext S. 85, m.w.N.

¹⁴⁰ Vgl. Popp/Ruthardt, in: WPH-Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel C, Rz. 146.

Als technischer Bewertungsstichtag wurde jeweils der 1. Januar 2025 festgelegt. Die künftig zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse wurden jeweils zunächst auf diesen Tag abgezinst. Anschließend wurde jeweils der so ermittelte Barwert der finanziellen Überschüsse mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag 23. Januar 2025 geometrisch aufgezinst.

Die Berechnung der **festen Ausgleichszahlung** ist rechnerisch aus dem ermittelten Unternehmenswert zu Beginn des Geschäftsjahres abzuleiten, für den der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag wirksam wird bzw. wirksam werden soll.¹⁴¹ Der Wert je Aktie zu Beginn des Geschäftsjahres 2025 ist somit die materielle Verzinsungsbasis für Ausgleichsansprüche.

¹⁴¹ Vgl. Popp/Ruthardt, in: WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018 Kapitel C, Rz. 82; OLG München, 11. März 2020, 31 Wx 341/17, Tz. 102 (BeckRS) i.V.m. LG München I, 28. April 2017, 5 HK O 4736/11, Beschlusstext S. 126; OLG Düsseldorf, 29. Oktober 2018, 26 W 13/17, Tz. 8 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 71 (juris).

4. Börsenkurs

4.1. Durchschnittsbildung und Börsenkurstichtag

Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 („Stollwerck“)¹⁴² ist der einer angemessenen Abfindung zu Grunde zu legende Börsenwert grundsätzlich auf Basis eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Dreimonatszeitraumes **vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme** zu errechnen. In seinem Beschluss vom 31. Januar 2024 hat der BGH zudem ausdrücklich festgestellt, dass nicht nur der Börsenkurs als Desinvestitionswert, sondern auch der Börsenkurs als Maßstab für den „wahren“ Wert anhand dieses Durchschnittskurses zu ermitteln ist.¹⁴³ Der Zeitpunkt unmittelbar vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme wird in der Folge als **„Börsenkurstichtag“** bezeichnet.

Die Berechnung der Dreimonatsfrist erfolgt in Anlehnung an die WpÜG-Angebotsverordnung gemäß den §§ 187, 188 Abs. 2 BGB.¹⁴⁴

Um potenzielle Manipulationen des Börsenkurses durch eine Vorverlegung des Endzeitpunkts der Dreimonatsfrist möglichst auszuschalten, wird in der Regel verlangt, dass in der Verlautbarung die uneingeschränkte Absicht des Unternehmens zur Durchführung der **konkreten Strukturmaßnahme** zum Ausdruck kommt. Zudem müsse objektiv die Aussicht bestehen, dass die konkrete Strukturmaßnahme in absehbarer Zeit tatsächlich durchgeführt wird.¹⁴⁵

Am 18. September 2024 wurde die Absicht der Vonovia SE, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nach § 291 AktG mit der Deutsche Wohnen SE zu schließen, im Rahmen einer Ad-hoc Mitteilung von der Vonovia SE bzw. Deutsche Wohnen SE veröffentlicht.¹⁴⁶ Als Endzeitpunkt der einbezogenen Aktienkurse haben wir daher auf den **17. September 2024** (inklusive) als Börsenkurstichtag abgestellt. Dabei handelt es sich um den letzten Tag vor der Bekanntgabe der Absicht der Vonovia SE, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit der Deutsche Wohnen SE zu schließen.

Nach der Rechtsprechung des BGH wäre eine **„Hochrechnung“** des Börsenkurses auf den Bewertungsstichtag vorzunehmen, wenn ein „längerer Zeitraum“ zwischen dem Tag der Bekanntmachung und dem Tag der Hauptversammlung liegt und die „allgemeine oder branchentypische“

¹⁴² Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629 ff.

¹⁴³ Vgl. BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Tz. 32 (BeckRS).

¹⁴⁴ Vgl. Fragen und Antworten zum IDW S 1 i.d.F. 2008 (Stand: 14. Oktober 2020), Abschn. 3.1, IDW Life 2020, S. 955.

¹⁴⁵ Vgl. van Rossum, in: Münchener Kommentar AktG, 6. Aufl., 2023, § 305 AktG, Rz. 104.

¹⁴⁶ Vgl. Ad-hoc Mitteilung der Vonovia SE vom 18. September 2024; Ad-hoc Mitteilung der Deutsche Wohnen SE vom 18. September 2024.

Börsenentwicklung eine Anpassung als notwendig erscheinen lässt.¹⁴⁷

Der BGH war in der Stollwerck-Entscheidung bei einem Zeitraum von siebeneinhalb Monaten zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der beschlussfassenden Hauptversammlung von einem „längeren Zeitraum“ ausgegangen. In der Fachliteratur wird jedenfalls ein Zeitraum bis zu sechs Monaten nicht als „längerer Zeitraum“ gesehen. Zum Teil werden auch Zeiträume bis zu siebeneinhalb Monaten – d. h. die konkrete Zeitspanne im Stollwerck-Beschluss des BGH – noch nicht als „längere“ Zeiträume gesehen.¹⁴⁸ In der Rechtsprechung wird der „längere Zeitraum“ restriktiv gehandhabt und die Hochrechnung auf „unübliche“ Ausnahmefälle beschränkt. Ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten zwischen Bekanntwerden und Tag der Hauptversammlung wird als „normal“ oder „üblich“ angesehen, da sechs Monate regelmäßig für die Bewertung, Prüfung und Vorbereitung der Hauptversammlung benötigt werden.¹⁴⁹

Zwischen der am 18. September 2024 erfolgten Veröffentlichung der Absicht der Vonovia SE einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit der Deutsche Wohnen SE abzuschließen, und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung der Deutsche Wohnen SE am 23. Januar 2025 werden rund vier Monate liegen. Eine Hochrechnung der Börsenkurse der Vonovia SE und der Deutsche Wohnen SE ist daher nach der Rechtsprechung nicht erforderlich.

4.2. Maßgebliche Dreimonatsdurchschnittskurse und Börsenkursverhältnis

a) Vonovia SE

Entsprechend einer Mitteilung der BaFin vom 27. November 2024 beträgt der volumengewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs der Vonovia SE zum 17. September 2024

EUR 29,36.

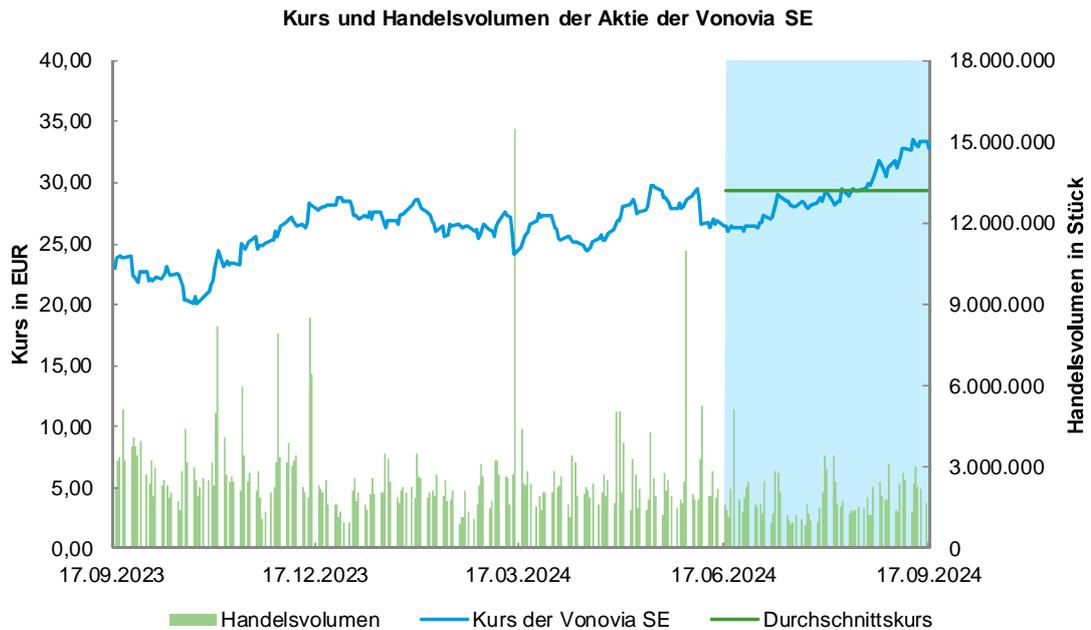
Das folgende Schaubild zeigt die Kursentwicklung sowie das Handelsvolumen (jeweils über alle deutschen Börsenplätze) bis zum Börsenkurstichtag sowie den relevanten Dreimonatsdurchschnittskurs der Vonovia SE. Hellblau hervorgehoben ist der Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe der Absicht, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abzuschließen. Die Aktie der Vonovia SE wurde im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags an allen Handelstagen der Frankfurter

¹⁴⁷ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632.

¹⁴⁸ Vgl. zu Literaturnachweisen Popp/Ruthardt, WPg 2017, S. 1222, 1223.

¹⁴⁹ Vgl. bspw. OLG Stuttgart, 24. Juli 2013, 20 W 2/12, Tz. 174 (juris).

Wertpapierbörse und XETRA gehandelt.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

b) Deutsche Wohnen SE

Entsprechend einer Mitteilung der BaFin vom 27. November 2024 beträgt der volumengewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs der Deutsche Wohnen SE zum 17. September 2024

EUR 19,81.

Das folgende Schaubild zeigt die Kursentwicklung sowie das Handelsvolumen (jeweils über alle deutschen Börsenplätze) bis zum Börsenkurstichtag sowie den relevanten Dreimonatsdurchschnittskurs der Deutsche Wohnen SE. Hellblau hervorgehoben ist der Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe der Absicht, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abzuschließen. Die Aktie der Deutsche Wohnen SE wurde im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags an allen Handelstagen der Frankfurter Wertpapierbörse und XETRA gehandelt.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

c) Umtauschverhältnis auf Basis der Börsenkurse

Auf Basis der zum 17. September 2024 (inklusive) ermittelten volumengewichteten Dreimonatsdurchschnittskurse ergibt sich ein Umtauschverhältnis einer Aktie der Deutsche Wohnen SE zu einer Aktie der Vonovia SE in Höhe von rund **0,67**. D. h. für eine hingegabene Aktie der Deutsche Wohnen SE wären 0,67 Aktien der Vonovia SE zu gewähren.

Ergänzend haben wir den Median sowie den Mittelwert der börsenkursbasierten Umtauschverhältnisse ermittelt, die sich auf Basis volumengewichteter Dreimonatsdurchschnittskurse ausgehend vom 18. September 2023 (inklusive) bis zum 17. September 2024 (inklusive) ergeben. Der auf diese Weise ermittelte Median beträgt 0,76, der Mittelwert beträgt 0,79.

4.3. Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert

a) Zielbild und Analysekriterien

Nach ständiger Rechtsprechung soll das Kriterium „angemessen“ im Falle aktien- und umwandlungsrechtlicher Anlässe sicherstellen, dass ausscheidende Minderheitsaktionäre bzw. außenstehende Aktionäre den **vollen wirtschaftlichen Wert** ihrer Beteiligung an der Gesellschaft ersetzt bekommen. Da solche Abfindungsfälle in die grundgesetzlich geschützten Eigentumsrechte von Aktionären eingreifen, betont die Rechtsprechung einen „vollen“ Ersatz des „wahren“ Werts.

In den Wirtschaftswissenschaften ist anerkannt, dass unter bestimmten Bedingungen der Marktmechanismus dazu fähig ist, knappe Wirtschaftsgüter durch Handelsprozesse ihrer optimalen Verwendung zuzuführen. Unter Vorliegen dieser Voraussetzungen kann der Markt einen „richtigen“ Gleichgewichtspreis oder „wahren“ Wert bestimmen.¹⁵⁰

Auf realen Kapitalmärkten kann nicht davon ausgegangen werden, dass die notwendigen Preisbildungsbedingungen stets vollständig vorliegen. Entsprechend sind umfassende Prüfungshandlungen erforderlich, um festzustellen, ob ein „funktionierender“ Kapitalmarkt vorliegt bzw. ob im konkreten Fall davon ausgegangen werden kann, dass der Marktmechanismus für die betreffenden Anteile (tatsächlich) eine hinreichend effektive Informationsverarbeitung und Informationsbewertung abbildet.

Der BGH hat klargestellt, dass ein Rückgriff auf Börsenkurse ausscheiden kann, wenn über einen längeren Zeitraum *praktisch kein Handel* stattgefunden hat. An hinreichender Aussagekraft mangle es Börsenkursen unter anderem auch dann, wenn *unerklärliche Kursausschläge* oder *Kursmanipulationen* vorliegen oder wenn *kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten* nicht eingehalten worden seien. Insoweit werden durch den BGH Negativkriterien definiert, die darauf hinweisen können, dass ein funktionierender Kapitalmarkt nicht vorliegt. Die genannten Indizien stellen allerdings vor dem Hintergrund der betriebswirtschaftlichen bzw. wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und Praxis keinen abschließenden Katalog dar; vielmehr sind für die Überprüfung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses darüber hinaus gehende Analysen bzw. Prüfungshandlungen sachgerecht.¹⁵¹

Nach unserer Einschätzung ist es sachgerecht, jedenfalls zu Kontrollzwecken bzw. zur umfassenden Plausibilisierung unter Berücksichtigung der Grundsätze des IDW S 1 ermittelte

¹⁵⁰ Vgl. FAUB, AG 2021, S. 588, 589.

¹⁵¹ Vgl. Ruthardt, Unternehmensbewertung im Spiegel der Rechtsprechung, AG 2024, S. 770, Rz. 39 f.

objektivierte Werte zu berücksichtigen. Eine Plausibilisierung des Börsenkurses durch eine Ertragswertermittlung wird auch durch die Rechtsprechung ausdrücklich gebilligt.¹⁵²

b) Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses der Vonovia SE

In der Folge werden unter Berücksichtigung des oben dargestellten Zielbildes verschiedene Analysen zur Aussagefähigkeit der Börsenkurse der Vonovia SE bzw. der Deutsche Wohnen SE dargestellt. Die Diskussion zu den im Rahmen der Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses durchzuführenden Analysen ist aktuell im Fluss. Die durchgeführten Analysen bzw. deren Hinweise sind nicht überschneidungsfrei und nicht im Sinne einer hierarchischen Anordnung ihrer Bedeutsamkeit zu verstehen.

Analyse der Liquidität bzw. Liquiditätsmaße

Eine hohe Liquidität der Aktie erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung. Beispielsweise ist eine geringe Geld-Brief-Spanne ein Maßstab für den Umfang an Transaktionskosten. Geringe Transaktionskosten erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass neue Informationen schnell eingepreist werden und Arbitrageprozesse möglich sind. Eine hohe Liquidität wird von der Rechtsprechung als gewichtiger, wenn nicht gar wichtigster Indikator für die Aussagefähigkeit des Börsenkurses gesehen.

Als Liquiditätsmaße werden in der Praxis und der Rechtsprechung insbesondere die Geld-Brief-Spanne, der Handelsumsatz (mit dem bezahlten Kurs bewertete gehandelte Aktien), das tägliche Handelsvolumen (Anzahl der gehandelten Aktien oder synonym zu Handelsumsatz verwendet) und der Free Float-Anteil (potenziell für den Handel zur Verfügung stehende Aktien) genannt.¹⁵³ Allerdings haben sich für die Messung der Liquidität bislang weder in der Theorie noch in der Praxis ein überlegenes Messkonzept und anerkannte Schwellenwerte für „liquide Aktien“ herausgebildet.¹⁵⁴ Praktisch bietet sich vorliegend eine relative Einordnung durch Vergleiche mit durchschnittlichen Größen von größeren Indizes (bspw. CDAX) oder den herangezogenen Peer Group Unternehmen an.¹⁵⁵

Im Hinblick auf den **Handelsumsatz** wurde in einzelnen Beschlüssen jeweils unter Verweis auf Analysen der gerichtlich bestellten Sachverständigen darauf verwiesen, dass ab einem

¹⁵² Vgl. BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Tz. 53 ff. (BeckRS); ebenso Decher, AG 2023, S. 106 ff.

¹⁵³ Vgl. dazu Popp/Ruthardt, Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.119 ff.

¹⁵⁴ Vgl. ausführlich Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 328 f.

¹⁵⁵ Vgl. Ruthardt, BewP 2023, S. 50, 51.

Handelsumsatz von (weniger als) rund TEUR 115 pro Tag „regelmäßig nicht mehr“ von einer hinreichenden Liquidität auszugehen sei.¹⁵⁶

Im Hinblick auf die **Geld-Brief-Spanne** wurde in Beschlüssen verschiedener Spruchgerichte eine eingeschränkte Liquidität ab einer Größenordnung von 1,0 % bis 1,25 % gesehen.¹⁵⁷ Bei darüber liegenden Werten soll der Kurs zu träge auf Kapitalmarktinformationen reagieren, da die Transaktionskosten durch hohe Geld-Brief-Spannen zu hoch seien.¹⁵⁸

Das LG Berlin hat darauf hingewiesen, dass bei einem Handelsumsatz von über EUR 3 Mio. sowie Geld-Brief-Spannen im Bereich von 0,23 % bis 0,27 % von einer hohen Liquidität und einer hieraus folgenden hohen Aussagekraft auszugehen sei.¹⁵⁹ Das OLG Frankfurt a.M. hat in Sachen TLG/WCM Geld-Brief-Spannen von 0,27 % bzw. 0,37 % als sehr gering eingestuft und deren besondere Bedeutung für die Aussagefähigkeit des Börsenkurses betont.¹⁶⁰

Den **durchschnittlichen Handelsumsatz** der Aktie der Vonovia SE haben wir zum Börsenkurstichtag analysiert. Die Ergebnisse sind in der folgenden Tabelle dargestellt, jeweils über Ein-Jahresscheiben, die ein Jahr, zwei Jahre, usw. bis fünf Jahre vor dem genannten Stichtag beginnen.¹⁶¹

Durchschn. Handelsumsatz an Tagen mit Handel in EUR Mio. nach Jahresscheiben					
Stichtag (t ₀)	t ₁ bis t ₀	t ₂ bis t ₁	t ₃ bis t ₂	t ₄ bis t ₃	t ₅ bis t ₄
17.09.2024	63,8	76,5	90,2	78,1	82,0

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

In den Beobachtungszeiträumen vor dem Börsenkurstichtag lagen die durchschnittlichen Handelsumsätze an Tagen mit Handel sehr deutlich über den in der Rechtsprechung genannten TEUR 115 sowie über den vom LG Berlin als Indikator für eine „hohe“ Liquidität genannten EUR 3 Mio.

¹⁵⁶ Vgl. OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Tz. 28 (BeckRS); OLG Frankfurt, 20. November 2019, 21 W 77/14, Tz. 78 (BeckRS). Vgl. hierzu kritisch: Popp/Ruthardt, § 12, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.121, Fn. 269.

¹⁵⁷ Vgl. OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Tz. 28 (BeckRS); OLG Frankfurt, 20. November 2019, 21 W 77/14, Tz. 78 (BeckRS); LG München I, 28. Juni 2024, 5 HK O 15162/20, Beschlusstext S. 136; LG München I, 9. Juni 2018, 5 HK 4268/17, Beschlusstext S. 65; LG Stuttgart, 20. Dezember 2018, 31 O 38/16, Beschlusstext S. 103.

¹⁵⁸ Vgl. LG München I, 30. Juni 2017, 5 HK 13182/15, Beschlusstext S. 120.

¹⁵⁹ Vgl. LG Berlin, 20. Juni 2023, 102 O 49/14, Beschlusstext S. 72.

¹⁶⁰ Vgl. OLG Frankfurt, 26. April 2021, 21 W 139/19, Rz. 40 f. (BeckRS).

¹⁶¹ Die erste Spalte (t₁ bis t₀) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungstichtag ab. Die zweite Spalte (t₂ bis t₁) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungstichtag, usw.

Im Dreimonatszeitraum vor dem Börsenkurstichtag belief sich der durchschnittliche tägliche Handelsumsatz der Aktie der Vonovia SE auf rund EUR 53,8 Mio.

Ergänzend haben wir für die Aktie der Vonovia SE die durchschnittliche **Geld-Brief-Spanne** über verschiedene Zeiträume ausgehend vom 17. September 2024 analysiert. Die Ergebnisse sind in der folgenden Tabelle dargestellt:¹⁶²

Geld-Brief-Spannen nach Jahresscheiben (Schlusskurs-Methode)					
Stichtag (t_0)	t_1 bis t_0	t_2 bis t_1	t_3 bis t_2	t_4 bis t_3	t_5 bis t_4
17.09.2024	0,07%	0,07%	0,06%	0,06%	0,07%

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

In den dargestellten Beobachtungszeiträumen vor Ankündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags lagen die Geld-Brief-Spannen zwischen 0,06 % und 0,07 %.

Im Dreimonatsdurchschnitt vor dem Börsenkurstichtag betrug die Geld-Brief-Spanne der Aktie der Vonovia SE nur rund 0,06 %.

Zur weiteren Einordnung der erhobenen Geld-Brief-Spannen haben wir die Ausprägungen der Geld-Brief-Spanne für alle CDAX-Unternehmen für den gleichen Zeitraum bis fünf Jahre vor dem Börsenkurstichtag nach Jahresscheiben erhoben. Dazu werden in der folgenden Übersicht der marktwertgewichtete Mittelwert, der Median sowie das erste und dritte Quartil dargestellt:¹⁶³

Geld-Brief-Spannen nach Jahresscheiben (Schlusskurs-Methode)					
Stichtag (t_0)	t_1 bis t_0	t_2 bis t_1	t_3 bis t_2	t_4 bis t_3	t_5 bis t_4
Marktwertgewichteter Mittelwert	0,17%	0,18%	0,18%	0,16%	0,20%
Median	1,02%	0,90%	0,82%	0,70%	0,97%
25% Quartil	0,22%	0,20%	0,17%	0,14%	0,22%
75% Quartil	3,06%	3,04%	2,47%	2,14%	2,57%

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

¹⁶² Die erste Spalte (t_1 bis t_0) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungsstichtag ab. Die zweite Spalte (t_2 bis t_1) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungsstichtag, usw.

¹⁶³ Die erste Spalte (t_1 bis t_0) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungsstichtag ab. Die zweite Spalte (t_2 bis t_1) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungsstichtag, usw. Neben dem arithmetischen Mittel oder dem Median bestehen weitere statistische Maße wie die Quartile. Das 25% Quartil in aufsteigender Reihe sortierter Daten gibt den Wert an, unterhalb dessen sich ein Viertel der Einzeldaten befinden. Dementsprechend gibt das 75 % Quartil den Wert wieder, oberhalb dessen sich ein Viertel der Einzeldaten befinden.

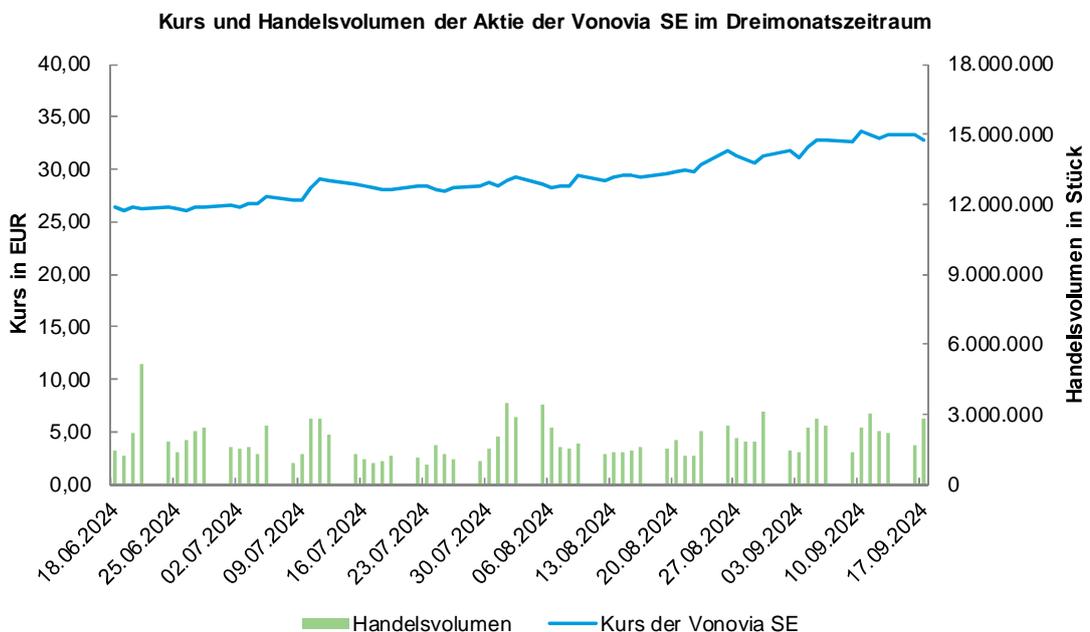
Die Geld-Brief-Spannen der Aktie der Vonovia SE liegen sowohl deutlich unter dem Median der CDAX-Unternehmen als auch unter dem marktwertgewichteten Mittelwert über alle dargestellten Zeiträume. Zudem liegen die sehr geringen Geld-Brief-Spannen der Aktie der Vonovia SE unter dem 25 % Quartil der CDAX-Unternehmen.

Im Ergebnis ist von einer sehr **hohen Liquidität** der Aktie der Vonovia SE auszugehen.

Keine (unerklärlichen) Kursausschläge und keine festgestellte Kursmanipulation

Für die Analyse des Vorliegens unerklärlicher Kursausschläge ist zunächst zu operationalisieren, wann überhaupt von einem „Kursausschlag“ zu sprechen ist. Insoweit kann sich eine Orientierung an den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung anbieten, der auf nacheinander ¹⁶⁴ festgestellte Abweichungen der Börsenkurse um mehr als 5 Prozent verweist.

Die folgende Darstellung zeigt den Kurs und das Handelsvolumen der Aktie der Vonovia SE im Dreimonatszeitraum vor dem Börsenkurstichtag:



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

¹⁶⁴ Vgl. hierzu: BGH, 22. Oktober 2019, XI ZR 682/18, Tz. 12 (BeckRS).

In den letzten drei Monaten vor dem Börsenkurstichtag lässt sich ein relativ kontinuierlicher Anstieg des Kurses der Aktie der Vonovia SE beobachten.

Über den Betrachtungszeitraum liegen keine mindestens 5 % betragenden unerklärlichen Kursausschläge nacheinander festgestellter Börsenkurse vor.

Anhaltspunkte für Kursmanipulationen der Aktie der Vonovia SE sind nach unserem Kenntnisstand nicht ersichtlich.

Umfang der Berichterstattung und Analystencoverage (Informationsasymmetrie)

Ein hoher Grad an Informationsbereitstellung durch das Unternehmen erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung durch den Markt. In diesem Zusammenhang ist auch die Beobachtung der Aktie durch Analysten von Relevanz. Analysten sammeln Informationen über das Unternehmen und das Marktumfeld und publizieren Einschätzungen dazu. Das Vorliegen von mehreren Analystenmeinungen sowie relativ übereinstimmende Erwartungen der beteiligten Akteure und Marktbeobachter erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung.

Die Aktien der Vonovia SE werden u.a. im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt und werden in verschiedene Indizes einbezogen (u.a. DAX, Stoxx Europe 600).

Die Vonovia SE unterliegt damit nicht nur der Pflicht nach WpHG, halbjährige Zwischenberichte zu veröffentlichen, sondern ist auch verpflichtet Quartalsberichte zu publizieren. Zudem bestehen Ad-hoc Publizitätspflichten. Durch die Zulassung zum Prime Standard unterliegt die Vonovia SE weiteren Zulassungsfolgepflichten, die sich durch ein im Vergleich zum General Standard höheres Maß der Transparenzanforderungen auszeichnen. Zudem wird die Aktie der Vonovia SE aktuell von über 20 Analysten beobachtet.

Im Ergebnis ist von einem **hohen Grad an Informationsbereitstellung** durch die Vonovia SE sowie einer intensiven Beobachtung durch die Marktteilnehmer auszugehen.

Stichtagsprinzip

Mit Blick auf das Stichtagsprinzip sollte nach unserer Einschätzung geprüft werden, ob der relevante Börsenkurs die Verhältnisse der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag angemessen reflektiert. Insofern ist zu analysieren, ob sich die operative und finanzielle Struktur des Unternehmens

und die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zwischen dem Börsenkurstichtag und dem Bewertungsstichtag wesentlich verändert haben.

Im Zeitraum zwischen dem Börsenkurstichtag und der Unterzeichnung dieser gutachtlichen Stellungnahme hat die Vonovia-Gruppe ihr Geschäft in gewöhnlichem Umfang fortgesetzt. Es kam zu keinen den Wert wesentlich beeinflussenden Änderungen der operativen und finanziellen Struktur bzw. wertbeeinflussenden außergewöhnlichen Transaktionen respektive wesentlichen Strukturmaßnahmen.

Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses der Vonovia SE im Hinblick auf den „wahren“ Wert

Die Aktie der Vonovia SE weist eine sehr hohe Liquidität auf. (Unerklärliche) Kursausschläge, festgestellte Kursmanipulationen oder eine Nicht-Einhaltung kapitalmarktrechtlicher Veröffentlichungspflichten sind nicht ersichtlich. Unter Bezugnahme auf die vom BGH definierten Negativkriterien liegen demnach keine Hinweise dafür vor, dass ein funktionierender Kapitalmarkt nicht vorliegt.

Darüber hinaus sprechen auch die aus ökonomischer Sicht ergänzend vorgenommenen umfassenden Analysen zur Liquidität, dem Umfang der Berichterstattung, der Analystencoverage sowie der Einhaltung des Stichtagsprinzips nach unserer Einschätzung (positiv) für das Vorliegen einer Aussagefähigkeit des Börsenkurses der Vonovia SE für den „wahren“ Wert.

c) Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses der Deutsche Wohnen SE

Analyse der Liquidität bzw. Liquiditätsmaße

Den durchschnittlichen **Handelsumsatz** der Aktie der Deutsche Wohnen SE haben wir über verschiedene Zeiträume ausgehend vom 17. September 2024 analysiert. Die Ergebnisse sind in der folgenden Tabelle dargestellt, jeweils über Ein-Jahresscheiben, die ein Jahr, zwei Jahre, usw. bis fünf Jahre vor dem genannten Börsenkurstichtag beginnen:¹⁶⁵

¹⁶⁵ Die erste Spalte (t_{-1} bis t_0) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungsstichtag ab. Die zweite Spalte (t_{-2} bis t_{-1}) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungsstichtag, usw.

Durchschn. Handelsumsatz an Tagen mit Handel in EUR Mio. nach Jahresscheiben					
Stichtag (t_0)	t_1 bis t_0	t_2 bis t_1	t_3 bis t_2	t_4 bis t_3	t_5 bis t_4
17.09.2024	1,5	1,7	15,5	57,4	39,8

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die durchschnittlichen täglichen Handelsumsätze haben sich in den Jahren nach der Übernahme durch die Vonovia SE deutlich rückläufig entwickelt. Allerdings betrug auch im Dreimonatszeitraum vor dem Börsenkurstichtag der durchschnittliche tägliche Handelsumsatz der Aktie der Deutsche Wohnen SE immer noch knapp EUR 1,5 Mio.

Ergänzend haben wir für die Aktie der Deutsche Wohnen SE die durchschnittliche **Geld-Brief-Spanne** über verschiedene Zeiträume ausgehend vom 17. September 2024 analysiert. Die Ergebnisse sind in der folgenden Tabelle dargestellt:¹⁶⁶

Geld-Brief-Spannen nach Jahresscheiben (Schlusskurs-Methode)					
Stichtag (t_0)	t_1 bis t_0	t_2 bis t_1	t_3 bis t_2	t_4 bis t_3	t_5 bis t_4
17.09.2024	0,34%	0,24%	0,18%	0,05%	0,07%

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Entwicklung der Geld-Brief-Spanne reflektiert die seit der Übernahme durch die Vonovia SE rückläufigen Handelsaktivitäten. Allerdings betrug auch im Dreimonatszeitraum vor dem Börsenkurstichtag die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne der Aktie der Deutsche Wohnen SE nur rund 0,30 %. Diese wäre damit nach der Einschätzung des OLG Frankfurt a.M. in Sachen TLG/WCM als sehr gering einzustufen (vgl. oben). Die Geld-Brief-Spanne liegt somit auch weiterhin deutlich unter der in der Rechtsprechung genannten Bandbreite in Höhe von 1,00 % bis 1,25 %. Zudem liegt die Geld-Brief-Spanne durchgehend deutlich unter dem Median der Geld-Brief-Spanne der CDAX-Unternehmen und nur leicht oberhalb des 25 % Quartils.

Die Aktie der Deutsche Wohnen SE weist gegenüber der Aktie der Vonovia SE eine geringere Liquidität auf. Allerdings lässt sich jedenfalls im Hinblick auf die von der Rechtsprechung als bedeutsamer Indikator herangezogene Geld-Brief-Spanne eine nur eingeschränkte Liquidität und vor diesem Hintergrund eingeschränkte oder mangelnde Aussagekraft des Börsenkurses nicht feststellen.

¹⁶⁶ Die erste Spalte (t_1 bis t_0) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungstichtag ab. Die zweite Spalte (t_2 bis t_1) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungstichtag, usw.

Keine (unerklärlichen) Kursausschläge und keine festgestellte Kursmanipulation

Die folgende Darstellung zeigt den Kurs und das Handelsvolumen der Aktie der Deutsche Wohn SE im Dreimonatszeitraum vor Börsenkurstichtag:



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

In den letzten drei Monaten vor dem Börsenkurstichtag lässt sich (analog zur Entwicklung der Aktie der Vonovia SE) ein relativ kontinuierlicher Anstieg des Kurses der Deutsche Wohnen SE beobachten.

Über den Betrachtungszeitraum liegen keine über 5 % liegenden unerklärlichen Kursausschläge nacheinander festgestellter Börsenkurse vor.

Anhaltspunkte für Kursmanipulationen der Aktie der Deutsche Wohnen SE sind nach unserem Kenntnisstand nicht ersichtlich.

Umfang der Berichterstattung und Analystencoverage (Informationsasymmetrie)

Die Aktien der Deutsche Wohnen SE werden u.a. im General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt und werden in wesentliche Indizes einbezogen (SDAX und EPRA/NAREIT).

Die Deutsche Wohnen SE veröffentlicht Jahresabschlüsse und halbjährige Zwischenberichte. Zudem wurde eine Zwischenmitteilung zum dritten Quartal 2024 veröffentlicht. Es bestehen Ad-hoc Publizitätspflichten.

Seit der Übernahme durch die Vonovia SE im Jahr 2021 hat die Anzahl an Analysteneinschätzungen deutlich abgenommen. Im Dreimonatszeitraum vor dem Börsenkurstichtag wurde die Aktie der Deutsche Wohnen SE weiterhin von mindestens einem Analysten beobachtet.

Im Ergebnis ist zwar von einem gegenüber der Vonovia SE geringeren Umfang bereitgestellter Informationen auszugehen. Allerdings stellt auch die Deutsche Wohnen SE dem Kapitalmarkt weiterhin umfangreiche Informationen zur Verfügung.

Stichtagsprinzip

Im Zeitraum zwischen dem Börsenkurstichtag und der Unterzeichnung dieser gutachtlichen Stellungnahme hat die Deutsche Wohnen-Gruppe ihr Geschäft in gewöhnlichem Umfang fortgesetzt. Es kam zu keinen den Wert wesentlich beeinflussenden Änderungen der operativen und finanziellen Struktur bzw. wertbeeinflussenden außergewöhnlichen Transaktionen respektive wesentlichen Strukturmaßnahmen.

Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses der Deutsche Wohnen SE im Hinblick auf den „wahren“ Wert

In Bezug auf die Aktie der Deutsche Wohnen SE lässt sich eine Marktenge nicht feststellen. (Unerklärliche) Kursausschläge, festgestellte Kursmanipulationen oder eine Nicht-Einhaltung kapitalmarktrechtlicher Veröffentlichungspflichten sind nicht ersichtlich. Unter Bezugnahme auf die vom BGH definierten Negativkriterien liegen demnach keine Hinweise dafür vor, dass ein funktionierender Kapitalmarkt nicht vorliegt.

Die aus ökonomischer Sicht ergänzend vorgenommenen Analysen zum Umfang der Berichterstattung sowie zur Einhaltung des Stichtagsprinzips liefern keine Hinweise, die gegen die Aussagefähigkeit des Börsenkurses der Deutsche Wohnen SE sprechen. Auf Basis der durchgeführten Analyse der Liquidität lässt sich jedenfalls im Hinblick auf die von der Rechtsprechung für die Geld-Brief-Spanne genannten Schwellenwerte eine eingeschränkte Liquidität nicht feststellen.

5. Unternehmensbewertung der Vonovia-Gruppe unter Berücksichtigung des IDW S 1

5.1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse

a) Allgemeines

Die Schätzung der künftigen Erträge ist grundsätzlich mit Unsicherheiten hinsichtlich der Zukunftserwartungen behaftet. Hierbei sind Risiken und Chancen in gleicher Weise zu würdigen. Die tatsächlich erzielten Ergebnisse der Vergangenheit geben hierfür eine erste Orientierung.

Die vorgenommenen Analysen der abgeschlossenen Geschäftsjahre sowie die Bereinigungen dienen dem Zweck, in einem ersten Schritt die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können. Die im Rahmen der Vergangenheitsanalyse durchgeführten Bereinigungen wirken sich nicht auf die Ermittlung des Unternehmenswerts aus, da die Wertermittlung auf den Ergebnissen der zukünftigen Geschäftsjahre beruht und damit die bereinigten Ergebnisse der Vergangenheit lediglich Plausibilisierungszwecken dienen.

Nachfolgend werden jeweils für die Vonovia-Gruppe sowie die Deutsche Wohnen-Gruppe für die Jahre 2022 bis 2024 die Erfolgsursachen der Vergangenheit analysiert. Für die Jahre 2022 und 2023 lagen uns hierzu geprüfte Konzernbilanzen sowie Konzern-Gewinn- und Verlustrechnungen nach IFRS vor.

Für das Jahr 2024 haben wir die uns zur Verfügung gestellten Zwischenbilanzen zum 30. September 2024 sowie Forecasts der Gewinn- und Verlustrechnungen gemäß Segmentberichterstattung für das Jahr 2024 nach IFRS herangezogen. Die Forecasts bilden die Ist-Entwicklung bis einschließlich September 2024 sowie die von den Gesellschaften erwartete Entwicklung in den Monaten Oktober bis Dezember 2024 ab.

b) Vermögenslage

Nachfolgend wird die Vermögenslage der Vonovia-Gruppe zu den Abschlussstichtagen der Geschäftsjahre 2022 und 2023 entsprechend den geprüften Konzernjahresabschlüssen nach IFRS sowie die Zwischenbilanz zum 30. September 2024 nach IFRS dargestellt.

Die folgende Übersicht zeigt die **Aktiva** nach IFRS:

	Dez. 22 Ist	Dez. 23 Ist	Sep. 24 Ist
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	1.659,5	1.423,7	1.423,9
Sachanlagen	673,4	655,1	660,9
Investment Properties	92.300,1	81.120,3	78.472,4
Finanzielle Vermögenswerte	745,0	1.456,3	1.353,5
Nach der Equity-Methode bilanzierte Finanzanlagen	240,1	157,9	213,3
Sonstige Vermögenswerte	380,2	221,7	127,8
Latente Steueransprüche	39,6	86,4	86,4
Langfristige Vermögenswerte	96.037,9	85.121,4	82.338,2
Vorräte	32,1	19,7	18,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	161,0	593,2	207,2
Finanzielle Vermögenswerte	768,2	1.007,8	1.059,8
Sonstige Vermögenswerte	621,0	660,3	731,3
Laufende Ertragsteueransprüche	239,9	178,2	144,2
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	1.302,4	1.374,4	2.104,6
Immobilienvorräte	2.156,3	1.957,7	2.128,1
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte	70,8	313,1	1.604,6
Vermögenswerte d. aufgegebenen Geschäftsbereiche	0,0	770,1	693,1
Kurzfristige Vermögenswerte	5.351,7	6.874,5	8.691,8
Aktiva	101.389,6	91.995,9	91.030,0

Die **immateriellen Vermögenswerte** enthalten im Wesentlichen Geschäfts- oder Firmenwerte (30. September 2024: EUR 1.391,7 Mio., 31. Dezember 2023: EUR 1.391,7 Mio., 31. Dezember 2022: EUR 1.529,9 Mio.). Daneben werden Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte, Lizenzen und ähnliche Rechte, selbst erstellte Software, Kundenstämme und Wettbewerbsverbote (in unwesentlicher Höhe) sowie Markenrechte ausgewiesen. Der Rückgang der immateriellen Vermögenswerte zum 31. Dezember 2023 ist im Wesentlichen auf Wertminderungen der Geschäfts- oder Firmenwerte zurückzuführen. Darüber hinaus wurden die Markenrechte im Geschäftsjahr 2023 vollständig abgeschrieben.

Die **Sachanlagen** umfassen andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung (30. September 2024: EUR 138,4 Mio.), selbst genutzte Immobilien (30. September 2024: EUR 192,0 Mio.) sowie technische Anlagen und Maschinen (30. September 2024: EUR 178,1 Mio.). In den Sachanlagen werden auch gemäß IFRS 16 bilanzierte Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen ausgewiesen. Die Nutzungsrechte stammen insbesondere aus Wärmelieferverträgen,

Gewerbemietverträgen, der Anmietung von Grundstücken zur Errichtung selbst genutzter Gewerbeimmobilien sowie aus Verträgen im Zusammenhang mit angemieteter Messtechnik. Dazu korrespondierend werden Leasingverbindlichkeiten passiviert. Die Nutzungsrechte werden planmäßig in Abhängigkeit von der jeweiligen Nutzungsdauer abgeschrieben. Zum 30. September 2024 enthalten die Sachanlagen Nutzungsrechte in Höhe von EUR 184,2 Mio., die teilweise auch in den selbst genutzten Immobilien ausgewiesen werden.

Der wesentliche Aktivposten sind die **Investment Properties**, welche gemäß IAS 40 in Verbindung mit IFRS 13 zum Verkehrswert (Fair Value) bilanziert werden. Die Verringerung der Investment Properties zwischen dem 31. Dezember 2022 und dem 30. September 2024 ist hauptsächlich auf Wertberichtigungen zurückzuführen, die insbesondere durch die gestiegenen Renditeerwartungen von Immobilienkäufern bedingt sind. Darüber hinaus verringerten sich die Investment Properties zum 30. September 2024 aufgrund einer Umgliederung von rund 4.500 Wohneinheiten in Berlin in die zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte.

Die Investment Properties enthalten Immobilien, die zur Erzielung von Mieteinnahmen oder zum Zweck der Wertsteigerung gehalten, nicht selbst genutzt werden und auch nicht zum Verkauf im Rahmen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit gehalten werden. Die Investment Properties umfassen unbebaute Grundstücke, Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte mit Bauten und Grundstücke mit Erbbaurechten Dritter sowie Anlagen im Bau. Darüber hinaus enthalten die Investment Properties Nutzungsrechte aus bilanzierten Erbbaurechts- und im unwesentlichen Umfang aus Zwischenmietverhältnissen (insgesamt EUR 1.771,1 Mio. zum 30. September 2024). Die Verkehrswerte des Immobilienportfolios der Vonovia-Gruppe werden anhand interner Bewertungen ermittelt und durch externe Gutachten der Gutachtergesellschaften CBRE, JLL, sowie Savills Sweden AB, Stockholm/Schweden, validiert. Für die Pflegeimmobilien wird der beizulegende Zeitwert durch die W&P Immobilienberatung GmbH, Frankfurt am Main, ermittelt.

In den **finanziellen Vermögenswerten** (kurz- und langfristig) werden zum 30. September 2024 insbesondere Derivate (EUR 931,0 Mio.), Darlehensforderungen gegenüber der QUARTERBACK-Gruppe (EUR 712,0 Mio.), sonstige kurzfristige finanzielle Forderungen aus dem Finanzverkehr (EUR 324,8 Mio.) sowie übrige Beteiligungen (EUR 265,1 Mio.) ausgewiesen. Die übrigen Beteiligungen beinhalten zum 30. September 2024 insbesondere die Anteile an der Vesteda Residential Fund FGR, Amsterdam/Niederlande (Vesteda), (EUR 182,7 Mio.). Der deutliche Anstieg der finanziellen Vermögenswerte zum Jahresende 2023 ist überwiegend auf den erstmaligen Ansatz zweier Derivate in Form von langfristigen Optionen zum Rückkauf von Geschäftsanteilen zurückzuführen. Diese Call-Optionen stehen im Zusammenhang mit dem Verkauf von Geschäftsanteilen am sogenannten Südewo-Portfolio sowie dem sogenannten Norddeutschland-Portfolio. Daneben haben sich zum 31. Dezember 2023 die sonstigen kurzfristigen finanziellen Forderungen aus dem Finanzverkehr um EUR 318,1 Mio. erhöht. Hierbei handelt es sich um kurzfristige Finanzmittelanlagen in hochliquide Geldmarktfonds.

Im September 2024 hat die Deutsche Wohnen-Gruppe (als Teil der Vonovia-Gruppe) Kaufverträge zum Erwerb von Baugrundstücken und Bewirtschaftungseinheiten von der QUARTERBACK-Gruppe bzw. der QUARTERBACK Immobilien AG geschlossen. Zudem sind weitere Erwerbe von Baugrundstücken bis zum Jahresende 2024 geplant. Im Rahmen der Transaktionen werden die Darlehensforderungen gegenüber der QUARTERBACK-Gruppe mit den ausstehenden Kaufpreisbestandteilen verrechnet. Es wird erwartet, dass die nach Vollzug der Transaktionen ausstehenden Forderungsbestände nicht werthaltig sind. Dementsprechend wurden im dritten Quartal Wertberichtigungen auf den Forderungsbestand von rund EUR 153,2 Mio. vorgenommen. Der Rückgang der finanziellen Vermögenswerte zum 30. September 2024 resultiert insbesondere aus den Wertberichtigungen der Forderungen gegenüber der QUARTERBACK-Gruppe sowie aus einer Umklassifizierung der Anteile an der Gropys AG, Wien/Österreich, in die nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen. Gegenläufig erhöhte die Folgebewertung der beiden Call-Optionen sowie der Anstieg der sonstigen Ausleihungen an assoziierten Unternehmen und Gemeinschaftsunternehmen die finanziellen Vermögenswerte.

Zum 30. September 2024 bestehen Beteiligungen an 17 Gemeinschaftsunternehmen und an 13 assoziierten Unternehmen, die in den **nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen** ausgewiesen werden. Darunter fällt eine 40 % Beteiligung an der nicht börsennotierten QUARTERBACK Immobilien AG, die als assoziiertes Unternehmen klassifiziert wurde. Die QUARTERBACK Immobilien AG ist ein in Deutschland auftretender Projektentwickler mit Schwerpunkt im mitteldeutschen Raum. Der Buchwert der Beteiligung an der QUARTERBACK Immobilien AG wurde zum 30. September 2024 vollständig wertberichtigt. Daneben bestehen Anteile an elf nicht börsennotierten Finanzbeteiligungen der QUARTERBACK Immobilien AG mit Beteiligungsquoten zwischen 44 % bis 50 % (QUARTERBACK-Objektgesellschaften), die als Gemeinschaftsunternehmen klassifiziert werden. Darüber hinaus werden 16 weitere Unternehmen, die von untergeordneter Bedeutung sind, nach der Equity-Methode bilanziert. Der Rückgang der nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen im Jahr 2023 resultiert u. a. aus der negativen Ergebnisfortschreibung sowie aus dem Rückgang der Anzahl an at Equity bilanzierten Gesellschaften. So wurden z. B. im Laufe des Jahres 2023 die Anteile an der B&O Service Berlin GmbH, Berlin, der DWA Beteiligungsgesellschaft mbH, Berlin, der KIWI.KI GmbH, Berlin, sowie die Anteile an der Funk Schadensmanagement GmbH, Berlin, veräußert. Der Anstieg der nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen zum 30. September 2024 resultiert im Wesentlichen aus der Umklassifizierung der Anteile an der Gropys AG, Wien/Österreich. Gegenläufig reduzieren negative Ergebnisfortschreibungen die nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen zum 30. September 2024.

In den **sonstigen Vermögenswerten** (kurz- und langfristig) werden geleistete Anzahlungen für Immobilienprojekte (30. September 2024: EUR 438,8 Mio.), Forderungen an Versicherungen (30. September 2024: EUR 93,7 Mio.), Vertragsvermögenswerte aus Development (30. September 2024: EUR 96,4 Mio.) und aus Betriebskosten (30. September 2024: EUR 11,7 Mio.), Ausgleichsansprüche für übertragene Pensionsverpflichtungen (30. September 2024: EUR 1,0 Mio.)

sowie übrige sonstige Vermögenswerte (30. September 2024: EUR 217,4 Mio.) ausgewiesen. Die geleisteten Anzahlungen für Immobilienprojekte umfassen die laufenden Projektentwicklungen durch Dritte (sog. Forward Deals). Die Vertragsvermögenswerte aus Betriebskosten zeigen den Überhang aus den unterjährigen Betriebskostenzahlungen und den Anzahlungen von Mietern vor entsprechenden Abrechnungen. Zum 31. Dezember 2023 erhöhten sich die geleisteten Anzahlungen für Immobilienprojekte sowie die Forderungen an Versicherungen. Da die Vertragsvermögenswerte aus Development und aus Betriebskosten sowie die sonstigen übrigen Vermögenswerte gesunken sind, ergab sich zum 31. Dezember 2023 insgesamt ein Rückgang der sonstigen Vermögenswerte. Zum 30. September 2024 ergab sich ein weiterer leichter Rückgang der sonstigen Vermögenswerte.

Die **latenten Steueransprüche** betreffen insbesondere aktive latente Steuern aus Verlustvorträgen sowie temporäre Differenzen.

Die **Vorräte** enthalten insbesondere Reparaturmaterialien der internen Handwerkerorganisation.

Die **Forderungen aus Lieferungen und Leistungen** umfassen Forderungen aus dem Verkauf von Bestandsimmobilien und Immobilienvorräten, Forderungen aus Vermietung sowie Forderungen aus anderen Lieferungen und Leistungen. Der deutliche Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen im Jahr 2023 ist insbesondere auf gestiegene Forderungen aus dem Verkauf von Bestandsimmobilien und Immobilienvorräten zurückzuführen. Der deutliche Rückgang der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zum 30. September 2024 resultiert im Wesentlichen aus eingegangenen Kaufpreisen aus Immobilienveräußerungen.

Die **laufenden Ertragsteueransprüche** beinhalten Forderungen aus Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Kapitalertragsteuer. Der Rückgang der laufenden Ertragsteueransprüche im dargestellten Vergangenheitszeitraum resultiert insbesondere aus dem Erhalt von Erstattungsansprüchen und angepassten Steuervorauszahlungen.

Die **Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente** enthalten Kassenbestände, Schecks und Guthaben bei Kreditinstituten. Darüber hinaus umfassen die Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente zum Jahresende 2022 kurzfristige Wertpapiere des Umlaufvermögens in Höhe von EUR 200,6 Mio. Der deutliche Anstieg der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente zum 30. September 2024 ist insbesondere auf Einzahlungen aus Bestandsverkäufen zurückzuführen.

Die **Immobilienvorräte** beinhalten Objekte aus dem verkaufsbezogenen Developmentgeschäft sowie zum Verkauf bestimmte Grundstücke und Gebäude. Die Immobilienvorräte bestehen aus sich noch im Bau befindlichen Immobilien sowie bereits fertiggestellten Immobilien, die noch nicht verkauft wurden.

Die **zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte** beinhalten Immobilien für die bereits notarielle Kaufverträge geschlossen wurden oder deren Verkauf innerhalb der nächsten zwölf Monate als hochwahrscheinlich eingeschätzt wird. Der deutliche Anstieg der zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte zum 30. September 2024 ist maßgeblich auf den geplanten Verkauf eines Berliner Portfolios zurückzuführen.

Das Management der Deutsche Wohnen-Gruppe hat im Zuge der strategischen Überprüfung entschieden, den Geschäftsbereich Pflege zu verkaufen. Zum 31. Dezember 2023 wurde der überwiegende Teil der Vermögenswerte und Schulden des Segments Pflege separat als **aufgegebener Geschäftsbereich** ausgewiesen. Bis zum 30. September 2024 konnten Pflegeimmobilien mit einem Buchwert von EUR 90,8 Mio. veräußert werden.

Die **Passiva** stellen sich nach IFRS wie folgt dar:

	Dez. 22 Ist	Dez. 23 Ist	Sep. 24 Ist
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.
Eigenkapital	34.438,8	29.944,6	28.605,8
Rückstellungen	655,7	606,9	657,9
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5,2	7,0	7,0
Originäre finanzielle Verbindlichkeiten	41.269,7	39.636,5	38.729,4
Derivate	0,0	59,2	67,3
Verbindlichkeiten aus Leasing	641,0	629,3	629,6
Verbindlichkeiten ggü. nicht beherrsch. Anteilseignern	220,0	167,7	169,4
Finanzverbindlichkeiten aus Mieterfinanzierung	43,0	41,6	44,2
Sonstige Verbindlichkeiten	27,9	51,0	85,9
Latente Steuerschulden	18.612,4	15.713,2	15.377,1
Langfristige Schulden	61.474,9	56.912,4	55.767,8
Rückstellungen	238,0	202,9	297,6
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	563,3	486,4	463,7
Originäre finanzielle Verbindlichkeiten	3.790,0	3.260,6	4.332,7
Derivate	1,3	0,1	0,0
Andienungsrechte	270,9	316,2	324,8
Verbindlichkeiten aus Leasing	41,5	43,9	45,3
Verbindlichkeiten ggü. nicht beherrsch. Anteilseignern	15,9	30,7	25,4
Finanzverbindlichkeiten aus Mieterfinanzierung	112,1	112,5	110,1
Laufende Ertragsteuern	241,3	260,0	214,7
Sonstige Verbindlichkeiten	201,6	283,6	560,6
Schulden i. Z. m. zur Veräuß. geh. Vermögenswerten	0,0	0,0	194,6
Schulden der aufgegebenen Geschäftsbereiche	0,0	142,0	86,9
Kurzfristige Schulden	5.475,9	5.138,9	6.656,4
Passiva	101.389,6	91.995,9	91.030,0

Das **Eigenkapital** der Vonovia SE umfasst zum 30. September 2024 gezeichnetes Kapital in Höhe von EUR 822,9 Mio., Kapitalrücklagen in Höhe von EUR 2.897,4 Mio., Gewinnrücklagen in Höhe von EUR 21.093,5 Mio., sonstige Rücklagen in Höhe von EUR -368,4 Mio. sowie nicht beherrschende Anteile in Höhe von EUR 4.160,4 Mio. Das gezeichnete Kapital hat sich im betrachteten Vergangenheitszeitraum aufgrund von Aktiendividenden um rund EUR 18,8 Mio. im Jahr 2023 und EUR 8,3 Mio. zum 30. September 2024 erhöht.

Der Rückgang des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2023 ist im Wesentlichen durch das negative Periodenergebnis sowie Bardividendenausschüttungen bedingt. Gegenläufig hat die Veräußerung von Anteilen am Südewo-Portfolio sowie am Norddeutschland-Portfolio an die Apollo Capital Management L.P., New York City/USA (Apollo), die Gewinnrücklagen positiv beeinflusst (Erfassung der Derivate sowie der positiven Differenzen aus den Veräußerungspreisen und der Erhöhung der nicht beherrschenden Anteile). Ebenfalls werden zum 31. Dezember 2023 getrieben durch diese Transaktionen deutlich höhere nicht beherrschende Anteile (Anstieg um EUR 1.154,7 Mio.) ausgewiesen. Der weitere Rückgang des Eigenkapitals zum 30. September 2024 ist insbesondere auf das negative Periodenergebnis sowie auf Bardividendenausschüttungen zurückzuführen.

Die **Rückstellungen** (kurz- und langfristig) enthalten zum 30. September 2024 Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen von rund EUR 493,2 Mio., Verpflichtungen aus dem Personalbereich von insgesamt rund EUR 199,9 Mio., sonstige Steuerrückstellungen (ohne latente Steuern) von rund EUR 26,7 Mio., Rückstellungen für Umweltschutzmaßnahmen von rund EUR 13,5 Mio. sowie sonstige übrige Rückstellungen von insgesamt rund EUR 222,3 Mio. Der Rückgang der Rückstellungen (kurz- und langfristig) im Jahr 2023 lässt sich im Wesentlichen auf einen Rückgang der sonstigen übrigen Rückstellungen zurückführen. Der Anstieg der Rückstellungen (kurz- und langfristig) zum 30. September 2024 ist insbesondere durch Rechtsstreitigkeiten mit einem Sozialversicherungsträger bedingt. Dadurch wurden die Verpflichtungen aus dem Personalbereich deutlich erhöht. Zum dritten Quartal 2024 wurde eine Rückstellung von EUR 69,0 Mio. für Beitragsnachzahlungen an einen Sozialversicherungsträger gebildet, sowie rund EUR 71,0 Mio. als direkte Zahlungen an Mitarbeiter berücksichtigt.

Die **Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen** (kurz- und langfristig) umfassen noch nicht abgerechnete Lieferungen und Leistungen (30. September 2024: EUR 152,6 Mio.), Verbindlichkeiten aus Vermietung (30. September 2024: EUR 159,0 Mio.) sowie Verbindlichkeiten aus sonstigen Lieferungen und Leistungen (30. September 2024: EUR 159,1 Mio.). Der Rückgang der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen im betrachteten Vergangenheitszeitraum resultiert insbesondere aus einem Rückgang der noch nicht abgerechneten Lieferungen und Leistungen sowie zum 30. September 2024 aus einem Rückgang der sonstigen Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen.

Die **originären finanziellen Verbindlichkeiten** (kurz- und langfristig) betreffen insbesondere folgende Finanzierungen:

- **Unternehmensanleihen:** Die Vonovia SE weist zum 30. September 2024 originäre finanzielle Verbindlichkeiten aus diversen Anleihefinanzierungen mit einem Nominalwert von insgesamt rund EUR 25.400,5 Mio. auf. Der durchschnittliche Zinssatz der Anleihen betrug zum 30. September 2024 insgesamt 1,59 %. Die Buchwerte weichen aufgrund von Effekten aus Kaufpreisallokationen und Zinsabgrenzungen leicht vom Nominalwert ab. Mit einem

Nominalwert von EUR 17.521,0 Mio. zum 30. September 2024 stammt der wesentliche Anteil der Anleihen aus dem European Medium Term Notes (EMTN)-Programm (ohne Green und Social Bonds) der Vonovia SE. Mit dem EMTN-Programm können jederzeit und kurzfristig neue Finanzmittel über Anleiheemissionen erlangt werden. Diese Anleihen weisen zum 30. September 2024 einen Durchschnittszinssatz von 1,06 % auf. Außerdem umfassen die Unternehmensanleihen EMTN Green Bonds (EUR 2.136,9 Mio. zum 30. September 2024, Durchschnittszinssatz 2,80 %) und EMTN Social Bonds (EUR 2.925,7 Mio. zum 30. September 2024, Durchschnittszinssatz 3,20 %). Die Anleihen der Deutsche Wohnen SE haben einen Nominalwert von EUR 1.760,7 Mio. zum 30. September 2024 und werden mit durchschnittlich 1,12 % verzinst. Im Jahr 2024 wurden bis zum 30. September 2024 drei Anleihen zwischen EUR 278,3 Mio. und EUR 336,1 Mio. planmäßig zurückgezahlt. Zu den Unternehmensanleihen gehören zudem Fremdwährungsanleihen. Neben den Anleihen, die in schwedischen Kronen notieren, wurden im Jahr 2024 eine unbesicherte Anleihe in Pfund (rund EUR 465,1 Mio.) und zwei unbesicherte Anleihen in Schweizer Franken (rund EUR 159,3 Mio. und EUR 247,8 Mio.) emittiert. Die Laufzeiten liegen zwischen fünf und zwölf Jahren bei Kupons nach Währungsabsicherung zwischen rund 3,90 % und 4,55 %. Im Laufe des Jahres 2024 wurde eine in schwedischen Kronen begebene Anleihe planmäßig zurückgeführt und zwei weitere variabel verzinsliche (in Abhängigkeit des Dreimonats-STIBOR zzgl. einer Marge) Anleihen in schwedischen Kronen emittiert.

- Hypothekendarlehen: Zum 30. September 2024 bestehen Hypothekendarlehen in Höhe von rund EUR 14.587,9 Mio. Der Durchschnittszinssatz auf die Nominalverpflichtung der Hypothekendarlehen beträgt zum 30. September 2024 etwa 2,30 %.
- Inhaber- und Namensschuldverschreibungen: Die Inhaberschuldverschreibungen haben zum 30. September 2024 einen Nominalwert von EUR 1.260,2 Mio. und einen Durchschnittszinssatz von 1,77 %. Namensschuldverschreibungen bestehen zum 30. September 2024 lediglich in Höhe von EUR 600,0 Mio. Der Durchschnittszinssatz beträgt 1,68 %.
- Schuldscheindarlehen: Die Schuldscheindarlehen werden zum 30. September 2024 durchschnittlich zu 2,57 % verzinst. Der Nominalwert zum 30. September 2024 beträgt rund EUR 1.045,0 Mio.

Daneben sind in den originären finanziellen Verbindlichkeiten (kurz- und langfristig) Zinsabgrenzung aus originären finanziellen Verbindlichkeiten enthalten. Im Jahr 2024 wurden mehrere Commercial Paper von insgesamt rund EUR 500,0 Mio. zurückgeführt, sodass zum 30. September 2024 keine Emissionen aus dem Commercial-Paper-Programm der Vonovia SE ausstehen. Es besteht insgesamt kein wesentliches kurzfristiges Zinsänderungsrisiko, da die Finanzierungen entweder langfristige Zinsbindungen enthalten oder mittels geeigneter derivativer Finanzinstrumente abgesichert sind. Der Rückgang der originären finanziellen Verbindlichkeiten (kurz- und langfristig) zum 31. Dezember 2023 ist im Wesentlichen durch Tilgungen der EMTN-Anleihen getrieben. Gegenläufig wirkte sich insbesondere die Neuaufnahme von Hypothekendarlehen und Commercial Paper aus. Zum 30. September 2024 wurden insbesondere EMTN-Anleihen,

Commercial Paper und Hypothekendarlehen getilgt und ein EMTN Social Bond sowie Fremdwährungsanleihen emittiert, sodass die originären finanziellen Verbindlichkeiten (kurz- und langfristig) insgesamt leicht angestiegen sind.

Zur Absicherung von Zahlungsströmen hält die Vonovia-Gruppe im Rahmen des Risikomanagements Zinsswaps und weitere **Derivate**. Dabei orientieren sich die variablen Zahlungen der Zinsswaps am EURIBOR bzw. STIBOR. Die Derivate umfassen zum 31. Dezember 2023 Cashflow Hedges in Höhe von EUR 48,6 Mio. und freistehende Derivate in Höhe von EUR 10,6 Mio. Der deutliche Anstieg der Derivate im Jahr 2023 ist insbesondere auf den Abschluss neuer Zinsswaps zur Absicherung des Zinsrisikos zurückzuführen. Zum 30. September 2024 sind die Derivate insbesondere aufgrund eines Anstiegs der freistehenden Derivate gestiegen.

Korrespondierend zu den in den Sachanlagen und Investment Properties bilanzierten Nutzungsrechten werden in den Passiva **Verbindlichkeiten aus Leasing** (kurz- und langfristig) ausgewiesen. Die Leasingverbindlichkeiten entfallen im betrachteten Vergangenheitszeitraum in wesentlichem Umfang auf Erbbaurechte. Daneben werden u. a. Verbindlichkeiten für Leasing aufgrund von Wärmelieferverträgen, Gewerbemietverträgen, Anmietung von Grundstücken zur Errichtung selbst genutzter Gewerbeimmobilien sowie Messtechnik bilanziert. Der leichte Rückgang der Leasingverbindlichkeiten zum 31. Dezember 2023 resultiert aus gesunkenen Leasingverbindlichkeiten aus Wärmelieferverträgen. Gegenläufig erhöhten sich die Leasingverbindlichkeiten aus Gewerbemietverträgen aufgrund von indexbasierten Preissteigerungen und der Neuankmietung eines Bürogebäudes in Berlin. Zum 30. September 2024 blieben die Leasingverbindlichkeiten nahezu konstant.

Die **Verbindlichkeiten gegenüber nicht beherrschenden Anteilseignern** (kurz- und langfristig) umfassen insbesondere Verpflichtungen zur Zahlung von Garantiedividenden, die im Rahmen von Ergebnisabführungsverträgen oder Vereinbarungen mit Co-Investoren zu leisten sind.

Die **Finanzverbindlichkeiten aus Mieterfinanzierung** (kurz- und langfristig) enthalten Finanzierungsbeiträge von Mietern (30. September 2024: EUR 109,4 Mio.) sowie von Mietern eingezahlte Erhaltungs- und Verbesserungsbeiträge (30. September 2024: EUR 44,9 Mio.). Die Finanzierungsbeiträge werden in Österreich für geförderte Wohnungen von den Mietern erhoben und nach Beendigung des Mietverhältnisses nach Abzug eines Verwohnungsbeitrags zurückgezahlt. Die einbehaltenen Erhaltungs- und Verbesserungsbeiträge werden in Österreich zur Finanzierung von Modernisierungsmaßnahmen vom Mieter gezahlt. Eine Rückzahlung erfolgt nur, wenn die Beiträge nicht innerhalb von 20 Jahren für Modernisierungsmaßnahmen verwendet werden. Im betrachteten Vergangenheitszeitraum blieben die Finanzverbindlichkeiten aus der Mieterfinanzierung (kurz- und langfristig) auf einem nahezu konstanten Niveau.

In den **sonstigen Verbindlichkeiten** (kurz- und langfristig) werden zum 30. September 2024 erhaltene Anzahlungen in Höhe von EUR 298,8 Mio., abgegrenzte Schulden in Höhe von

EUR 78,3 Mio., sonstige Steuerverbindlichkeiten in Höhe von EUR 36,2 Mio. sowie übrige sonstige Verbindlichkeiten in Höhe von EUR 233,2 Mio. erfasst. Der Anstieg der sonstigen Verbindlichkeiten zum Jahresende 2023 resultiert insbesondere aus einem Anstieg der erhaltenen Anzahlungen um rund EUR 100,8 Mio. Zum 30. September 2024 erhöhten sich die sonstigen Verbindlichkeiten deutlich aufgrund des erheblichen Anstiegs der erhaltenen Anzahlungen.

Die latenten Steuern stammen aus temporären Differenzen, die vornehmlich aus der Fair Value Bewertung der Investment Properties nach IAS 40 gegenüber einer Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten in der Steuerbilanz resultieren. Der deutliche Rückgang der **latenten Steuerschulden** zum 31. Dezember 2023 von rund EUR 2.899,2 Mio. ausgehend vom 31. Dezember 2022 ist im Wesentlichen auf die Abwertungen der Investment Properties zurückzuführen. Zum 30. September 2024 ergab sich ein vergleichsweise geringer Rückgang.

Die **Andienungsrechte** enthalten Put-Optionen von Minderheiten. Die Andienungsrechte erhöhten sich zum Jahresende 2023 aufgrund der Anteilserhöhung Dritter an der Süddeutsche Wohnen GmbH, Stuttgart (SWH), um EUR 83,2 Mio. Gegenläufig reduzierten Anpassungen auf den IFRS-Wert die Andienungsrechte um EUR 37,9 Mio.

Der Posten **laufende Ertragsteuern** enthält kurzfristige Steuerschulden sowie laufende Ertragsteuerverbindlichkeiten.

Zum 30. September 2024 werden **Schulden im Zusammenhang mit zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerten** in Höhe von rund EUR 194,6 Mio. ausgewiesen.

Die **Schulden der aufgegebenen Geschäftsbereiche** resultieren aus dem geplanten Verkauf des Geschäftsbereichs Pflege. Da ein Teil der Pflegeimmobilien im Jahr 2024 veräußert wurde, reduzierten sich die Schulden der aufgegebenen Geschäftsbereiche zum 30. September 2024 auf rund EUR 86,9 Mio.

c) Ertragslage

Zur Einschätzung der vorhandenen Ertragskraft und zur Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnung haben wir die Vergangenheitsergebnisse der Vonovia-Gruppe analysiert. Dazu werden die operativen Ergebnisse (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen, EBITDA) um Sondereinflüsse bereinigt und auf diese Weise ein bereinigtes Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (Adjusted EBITDA) dargestellt. Durch die Eliminierung von Sachverhalten mit Einmalcharakter kann die Planungsrechnung besser eingeordnet werden.¹⁶⁷

¹⁶⁷ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 25.

In der nachfolgenden Tabelle wird die **Ertragslage** der Vonovia-Gruppe für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 auf Basis der Segmentergebnisse bis zum Adjusted EBT sowie der 9+3 Forecast für das Geschäftsjahr 2024 nach IFRS dargestellt. Die Darstellung folgt den Segmentberichten sowie der internen Berichtsstruktur der Vonovia-Gruppe, in der auch die Planungsrechnungen erstellt werden. Für die Positionen unterhalb des Adjusted EBT wird mit Ausnahme der Sondereinflüsse kein Forecast erstellt. Die Darstellung der Jahre 2022 und 2023 ist zur geprüften Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung nach IFRS überleitbar. Bei den als „adjusted“ bezeichneten Größen handelt es sich im Wesentlichen, entsprechend der Definition von der Vonovia-Gruppe, um Sondereffekte (periodenfremde, unregelmäßig wiederkehrende oder betriebsatypische Sachverhalte) bereinigte Zahlen.

Da der Geschäftsbereich Pflege veräußert werden soll und die Erträge und Aufwendungen im Bereich Development to hold nicht mehr unter dem Adjusted EBITDA Development ausgewiesen werden, hat sich die Darstellung der Ertragslage im Jahr 2023 geändert. Die Darstellung des Jahres 2022 wurde auf das neue Format im Geschäftsbericht der Vonovia SE 2023 übergeleitet und angepasst.

	2022 Ist	2023 Ist	2024 FC 9+3	22-24 CAGR
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	%
Segmenterlöse Rental	3.186,7	3.253,4	3.327,2	2,2%
Aufwendungen Rental	-932,4	-851,7	-953,1	1,1%
Adjusted EBITDA Rental	2.254,3	2.401,7	2.374,1	2,6%
Segmenterlöse Value-add	1.272,0	1.224,7	1.359,7	3,4%
Operative Kosten Value-add	-1.145,3	-1.119,2	-1.172,1	1,2%
Adjusted EBITDA Value-add	126,7	105,5	187,7	21,7%
Segmenterlöse Recurring Sales	543,4	319,3	455,1	-8,5%
Aufwendungen Recurring Sales	-408,3	-255,9	-400,6	-0,9%
Adjusted EBITDA Recurring Sales	135,1	63,4	54,5	-36,5%
Erlöse aus der Veräußerung von Developmentobjekten to sell	560,6	348,6	972,9	31,7%
Herstellkosten Development to sell	-440,4	-300,9	-913,9	44,1%
Rohrertrag Development to sell	120,2	47,7	59,0	-29,9%
Operative Kosten und Erträge Development	-30,2	-34,5	-30,2	0,1%
Adjusted EBITDA Development	90,0	13,2	28,8	-43,5%
Adjusted EBITDA Total (fortg. Geschäftsbereiche)	2.606,1	2.583,8	2.645,0	0,7%
Planmäßige Abschreibungen	-127,5	-110,2	-111,9	-6,3%
Zwischengewinne/-verluste	4,7	17,7	-11,5	n/a
Bereinigtes Netto-Finanzergebnis	-486,0	-625,1	-718,5	21,6%
Adjusted EBT (fortg. Geschäftsbereiche)	1.997,3	1.866,2	1.803,2	-5,0%
Sondereinflüsse	-127,4	-147,9	-270,7	45,8%

Im **Segment Rental** werden die Segmenterlöse (Mieteinnahmen), Aufwendungen für Instandhaltung und operative Kosten ausgewiesen. Die folgende Tabelle zeigt wesentliche Kennzahlen des Segments Rental sowie wesentliche Bestandskennzahlen zum Wohnimmobilienportfolio der Vonovia-Gruppe in den Jahren 2022 und 2023 sowie einen Forecast für das Jahr 2024:

	2022 Ist	2023 Ist	2024 FC 9+3
Wachstum Segmenterlöse Rental in %		2,1%	2,3%
Adjusted EBITDA Rental in % der Segmenterl. Rental	70,7%	73,8%	71,4%
Anzahl Wohneinheiten (Ende der Periode)	548.524	545.919	537.604
Wohnfläche in Tm ² (Ende der Periode)	34.386	34.215	33.736
Instandhaltungsausgaben in EUR je m ²	24,81	21,03	22,47

Die Entwicklung der Anzahl sowie der Fläche der Wohneinheiten spiegelt die in den vergangenen Geschäftsjahren erfolgten sowie die bis zum Jahresende 2024 erwarteten Immobilienentwicklungen, -erwerbe und -veräußerungen der Vonovia-Gruppe wider. Im Jahr 2023 hat sich die Anzahl an Wohnimmobilien leicht verringert. Im Jahr 2024 soll sich die Anzahl an Wohnimmobilien aufgrund von Verkäufen weiter um rund 8.300 Einheiten bzw. 1,5 % reduzieren.

Die dargestellten Instandhaltungsausgaben je m² umfassen den Instandhaltungsaufwand und (bilanziell aktivierte) substanzwahrende Investitionen. Aktivierungen der Instandhaltungsausgaben erfolgen in Abhängigkeit der Größe der Instandhaltungsmaßnahmen. Sowohl der Instandhaltungsaufwand als auch die substanzwahrenden Investitionen je m² sind im Jahr 2023 gesunken. Dies ist insbesondere auf eine Zurückhaltung bei Investitionen aufgrund der finanziellen Rahmenbedingungen sowie auf Einmaleffekte im Rahmen der Integration der Deutsche Wohnen-Gruppe zurückzuführen. Im Forecast für das Jahr 2024 steigen die Instandhaltungsausgaben je m² auf EUR 22,47 je m².

Die Leerstandsquote, die auf Grundlage des Verhältnisses der Anzahl der nicht vermieteten Wohneinheiten zu den vermietbaren Wohneinheiten ermittelt wird, lag in den Jahren 2022 und 2023 bei rund 2,0 % und beträgt im Forecast 2024 rund 1,8 %.

Trotz der gesunkenen Anzahl an Wohneinheiten in den Jahren 2023 und 2024 sind die **Segmenterlöse** gestiegen. Der Anstieg der Segmenterlöse im betrachteten Vergangenheitszeitraum resultiert insbesondere aus der organischen Mietsteigerung.

Die monatliche Ist-Miete konnte in den Jahren 2022 bis 2024 kontinuierlich von EUR 7,49 je m² auf EUR 7,94 je m² zum 30. September 2024 gesteigert werden. Die organischen Mietsteigerungen ergeben sich aus Like-for-like-Mietsteigerungen und Mietsteigerungen durch Neubau- und

Aufstockungsmaßnahmen. Die organische Mietsteigerung konnte im Jahr 2023 um 0,5 Prozentpunkte auf 3,8 % gesteigert werden. Im Forecast 2024 ergibt sich ein weiterer Anstieg der organischen Mietsteigerung auf 4,1 %. Die Wachstumsraten der Segmenterlöse lagen in den Jahren 2023 und 2024 bei 2,1 % bzw. 2,3 %.

Die folgende Darstellung zeigt die prozentuale Verteilung der Mieteinnahmen nach Ländern in den Jahren 2022 und 2023 sowie einen Forecast für das Jahr 2024:

	2022 Ist	2023 Ist	2024 FC 9+3
	%	%	%
Deutschland	85,3%	85,8%	85,4%
Schweden	11,1%	10,5%	10,9%
Österreich	3,6%	3,7%	3,7%

Im dargestellten Zeitraum haben sich die Länderanteile an den Mieteinnahmen nicht wesentlich verändert. Im Forecast für das Jahr 2024 erzielt die Vonovia-Gruppe rund 85,4 % der Mieteinnahmen in Deutschland, rund 10,9 % in Schweden und rund 3,7 % in Österreich.

Die **Aufwendungen** im Segment Rental umfassen Aufwendungen für Instandhaltungen und operative Kosten. Insbesondere im Jahr 2023 wurde die Modernisierungs-, Neubau- und Instandhaltungsstrategie an die finanziellen Rahmenbedingungen angepasst. Die Aufwendungen für Instandhaltung sind vor diesem Hintergrund im Jahr 2023 gesunken. Auch die operativen Kosten sind im Jahr 2023 insbesondere aufgrund erzielter Synergien und positiven Einmaleffekten im Rahmen der Integration der Deutsche Wohnen-Gruppe gesunken. Im Forecast für das Jahr 2024 wird wieder ein deutlicher Anstieg der Aufwendungen erwartet. Im Zeitraum von 2022 bis 2024 sind die Aufwendungen durchschnittlich jährlich um 1,1 % gestiegen.

Das **Adjusted EBITDA Rental** konnte im Jahr 2023 aufgrund von steigenden Segmenterlösen bei geringeren Aufwendungen gesteigert werden. Im Jahr 2024 führen deutlich gestiegene Aufwendungen zu einem Rückgang des Adjusted EBITDA Rental. Analog erhöhte sich die Adjusted EBITDA Rental-Marge im Jahr 2023 auf 73,8 % und sinkt gemäß Forecast für das Jahr 2024 auf 71,4 %. Insgesamt lag die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des Adjusted EBITDA Rental im Zeitraum von 2022 bis 2024 bei 2,6 %.

Das **Segment Value-add** enthält Segmenterlöse sowie operative Kosten aus dem Geschäft mit wohnungsnahen Dienstleistungen. Die Segmenterlöse Value-add gliedern sich in interne und externe Erlöse. Den internen Erlösen der Value-add Gesellschaften stehen interne Kosten des Segments Rental gegenüber, soweit es sich nicht um aktivierbare Kosten handelt. Der

Zwischengewinn des Segments Value-add aus aktivierbaren Leistungen wird unterhalb des Adjusted EBITDA in der Position Zwischengewinne/-verluste (Konsolidierung) eliminiert.

Der Rückgang der Segmenterlöse Value-add im Jahr 2023 ist im Wesentlichen auf volumenmäßig eingebremste Modernisierungen zurückzuführen. Der deutliche Anstieg der Segmenterlöse im Forecast für das Jahr 2024 ist vornehmlich auf das Wieder-Hochfahren der Investitionstätigkeit in den Immobilienbestand sowie auf einen positiven Effekt im Bereich Multimedia aus der Verpachtung von Coax-Netzen zurückzuführen. Die operativen Kosten im Segment Value-add sind im Jahr 2023 aufgrund der geringeren Instandhaltungs- und Modernisierungsleistungen zwar gesunken, dennoch waren die Entwicklungen im Segment Value-add von Preissteigerungen im Baugewerbe geprägt. Daneben beeinflussten Produktivitätseinbußen sowie Kostensteigerungen durch Technologiewechsel (Umstieg von Gasheizungen auf Wärmepumpen) die Geschäftsentwicklung negativ, was insgesamt zu einem Rückgang des Adjusted EBITDA Value-add im Jahr 2023 führte. Der Anstieg des Adjusted EBITDA Value-add gemäß dem Forecast für das Jahr 2024 ist im Wesentlichen auf den positiven Ergebniseffekt aus der Verpachtung von Coax-Netzen zurückzuführen. Im Zeitraum von 2022 bis 2024 beträgt die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des Adjusted EBITDA Value-add 21,7 %.

Im **Segment Recurring Sales** werden die regelmäßigen Verkäufe einzelner Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser ausgewiesen. Der deutliche Rückgang der Segmenterlöse im Jahr 2023 lässt sich im Wesentlichen auf die gesunkene Anzahl an Verkäufen zurückführen. Während im Jahr 2022 ca. 2.700 Wohnimmobilien veräußert wurden, wurden im Jahr 2023 lediglich knapp 1.600 Einheiten verkauft. Gemäß Forecast werden im Jahr 2024 rund 2.500 Einheiten veräußert. Die Aufwendungen im Segment Recurring Sales enthalten Verkehrswertabgänge bereinigt um periodenfremde Effekte aus zur Veräußerung gehaltenen Immobilien sowie Vertriebskosten. Analog zur Entwicklung der Segmenterlöse sind auch die Aufwendungen im Jahr 2023 gesunken und im Jahr 2024 gestiegen. Zudem hat sich der Verkehrswert Step-up im Segment Recurring Sales von 38,8 % im Jahr 2022 auf 33,4 % im Jahr 2023 reduziert. Der weitere deutliche Rückgang des Verkehrswert Step-ups auf 21,3 % im Jahr 2024 ist im Wesentlichen auf die vorübergehende Priorisierung von Liquidität vor Profitabilität zurückzuführen. In Verbindung mit relativ geringen Vertriebskosten im Jahr 2022 ergab sich im Jahr 2023 ein deutlicher Rückgang des Adjusted EBITDA Recurring Sales. Aufgrund der geringeren Verkehrswert Step-ups ergibt sich im Forecast für das Jahr 2024 ein weiterer Rückgang des Adjusted EBITDA Recurring Sales.

Im **Segment Development** wurden im Jahr 2023 insgesamt rund 1.100 Einheiten, die zur Veräußerung bestimmt sind, fertiggestellt. Davon wurden knapp 800 Immobilien in Deutschland und knapp 400 Immobilien in Österreich fertiggestellt. Das Vorjahr ist geprägt durch die Veräußerung eines Projekts in Berlin im Zuge der Veräußerung an einen Einzelinvestor (Global Exit). Die Herstellkosten reduzierten sich im Jahr 2023 deutlich auf EUR 300,9 Mio. Aufgrund gestiegener Baukosten und dem gestiegenen Zinsniveau verringerte sich der Rohertrag im Bereich Development to sell ausgehend von EUR 120,2 Mio. im Jahr 2022 deutlich auf EUR 47,7 Mio. im Jahr 2023.

Die Rohertragsmarge sank im gleichen Zeitraum von 21,4 % auf 13,7 %. Im Jahr 2024 werden gemäß Forecast knapp 2.400 Wohneinheiten, die zur Veräußerung bestimmt sind, fertiggestellt. Zudem begünstigten die Zinssenkungen der EZB im Jahr 2024 das Transaktionsumfeld. Im Jahr 2024 werden diverse Development-Projekte an von der HIH Invest aufgelegte Fonds veräußert, sodass gemäß Forecast die Segmenterlöse im Jahr 2024 deutlich ansteigen. Der Rohertrag kann gemäß Forecast im Jahr 2024 allerdings nur leicht gesteigert werden. Die entsprechende Rohertragsmarge sinkt auf 6,1 %. Analog zum Segment Recurring Sales ist dies im Wesentlichen auf die vorübergehende Priorisierung von Liquidität vor Profitabilität zurückzuführen. Die operativen Kosten und Erträge umfassen operative Kosten im Rahmen des Developmentgeschäfts, Mieterlöse aus der Zwischenvermietung sowie sonstige Erträge aus Förderungen. Der Anstieg der operativen Kosten und Erträge im Segment Development im Jahr 2023 ist bedingt durch nicht aktivierbare Aufwendungen der Immobilienentwicklung. Das Adjusted EBITDA Development verringerte sich im Jahr 2023 im Wesentlichen aufgrund der stark gesunkenen Erlöse aus der Veräußerung von fertiggestellten Objekten auf rund EUR 13,2 Mio. Im Jahr 2024 steigt das Adjusted EBITDA Development gemäß Forecast trotz gesunkener Rohertragsmarge insbesondere aufgrund der hohen Verkaufserlöse.

Auf Ebene des **Adjusted EBITDA Total** wurde im Jahr 2023 der Anstieg des Ergebnisses im Segment Rental durch die negativen Entwicklungen in den übrigen Segmenten Value-add, Recurring Sales und Development überkompensiert. Im Forecast für das Jahr 2024 ist dagegen das Adjusted EBITDA Rental leicht rückläufig, während das Adjusted EBITDA Total ansteigt. Dies ist insbesondere auf den positiven Effekt aus der Verpachtung von Coax-Netzen im Segment Value-add sowie auf ein gestiegenes Ergebnis im Segment Development zurückzuführen.

Die **planmäßigen Abschreibungen** umfassen Abschreibungen auf Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte, Lizenzen, selbst erstellte Software, selbst genutzte Immobilien, technische Anlagen und Maschinen sowie andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung. Das hohe Niveau der planmäßigen Abschreibungen im Jahr 2022 lässt sich insbesondere auf höhere Abschreibungen der anderen Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie der Konzessionen, gewerblichen Schutzrechte und Lizenzen zurückführen.

Bei den **Zwischengewinnen/-verlusten** handelt es sich im Wesentlichen um die Zwischenergebnisse, die mit der internen Handwerkerorganisation aus im Konzern aktivierbaren Eigenleistungen erzielt werden. So werden die internen Segmenterlöse bzw. die internen operativen Kosten des Segments Value-add im Posten Zwischengewinne/-verluste abgezogen bzw. addiert.

Das **bereinigte Netto-Finanzergebnis** enthält insbesondere Zinserträge und Zinsaufwendungen. Die Zinserträge stiegen im Jahr 2023 an. Im Jahr 2023 stammten die Zinserträge u. a. aus Erträgen aus Ausleihungen an die QUARTERBACK-Gruppe. Die Zinsaufwendungen resultieren insbesondere aus Finanzverbindlichkeiten. Der deutliche Anstieg der Zinsaufwendungen im Jahr 2023 ist im Wesentlichen auf die Entwicklungen im Zinsumfeld zurückzuführen, wodurch

vornehmlich die Zinsaufwendungen der originären finanziellen Verbindlichkeiten gestiegen sind. Dadurch verschlechterte sich das bereinigte Netto-Finanzergebnis im Jahr 2023 deutlich.

Der deutliche Rückgang des **Adjusted EBT** der fortgeführten Geschäftsbereiche im Jahr 2023 ist insbesondere auf das gesunkene Adjusted EBITDA Total sowie auf das bereinigte Netto-Finanzergebnis zurückzuführen. Der weitere Rückgang des Adjusted EBT im Forecast für das Jahr 2024 resultiert im Wesentlichen aus einer weiteren Verschlechterung des bereinigten Netto-Finanzergebnisses. Insgesamt ist das Adjusted EBT im betrachteten Vergangenheitszeitraum jährlich um durchschnittlich 5,0 % gesunken.

Die nachfolgende Tabelle stellt die **Sondereinflüsse** der Vonovia-Gruppe in den Jahren 2022 bis 2024 dar:

	2022 Ist	2023 Ist	2024 FC 9+3
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.
Transaktionen	-113,1	-70,0	-55,0
Personalbezogene Sachverhalte	3,1	-35,1	-171,4
Geschäftsmodelloptimierung	-12,2	-34,9	-37,2
Forschung und Entwicklung	-4,2	-6,8	-6,2
Refinanzierung und Eigenkapitalmaßnahmen	-1,0	-1,1	-1,0
Sondereinflüsse	-127,4	-147,9	-270,7

Die transaktionsbezogenen Sondereinflüsse stammen in den Jahren 2022 und 2023 im Wesentlichen aus der Übernahme der Deutsche Wohnen SE. Auch im Jahr 2024 entfällt ein wesentlicher Teil der transaktionsbezogenen Sondereinflüsse auf Nachlaufkosten der Integration.

In den personalbezogenen Sachverhalten werden u. a. Zahlungen im Zusammenhang mit Altersteilzeit und langfristigen Anreizplänen, Sonderzahlungen sowie Organisationsanpassungen erfasst. Der Anstieg der personalbezogenen Sachverhalte im Jahr 2023 ist insbesondere auf hohe Altersteilzeitzahlungen und Inflationsausgleichszahlungen zurückzuführen. Das außergewöhnlich hohe Niveau der personalbezogenen Sachverhalte im Jahr 2024 resultiert aus der Neueinschätzung der Eintrittswahrscheinlichkeit der Inanspruchnahme aus Rechtsstreitigkeiten mit einem Sozialversicherungsträger.

Die Geschäftsmodelloptimierung umfasst insbesondere strategische Initiativen, Projekte zur Organisationsentwicklung sowie Corporate- und IT-Projekte. Sondereinflüsse in Verbindung mit Forschung und Entwicklung fallen im Wesentlichen im Kontext der frühen Phase von Innovationen und der Entwicklung von neuen Geschäftsfeldern an. Darüber hinaus entstehen

Sondereinflüsse im Zusammenhang mit Refinanzierung und Eigenkapitalmaßnahmen in unwesentlichem Umfang.

5.2. Planungsrechnung

a) Beschreibung des Planungsprozesses

Die Vonovia-Gruppe erstellt im Rahmen ihres turnusgemäßen Planungsprozesses jeweils zum Ende des Geschäftsjahres im Herbst eine Mehrjahresplanung auf Konzernebene nach IFRS. Ausgangspunkt für die Planerstellung ist der Forecast für das laufende Geschäftsjahr. Im Rahmen des Planungsprozesses wird zunächst detailliert die Budgetplanung für das erste Planjahr (hier: 2025) erstellt. Die Erstellung der Planungsrechnung der Vonovia-Gruppe erfolgt grundsätzlich auf Ebene der einzelnen Segmente sowie Regionen bzw. Länder. Im Segment Rental erfolgt die Planungserstellung primär nach regionalen Gesichtspunkten. Hierbei werden in Deutschland Planungsrechnungen für die fünf Geschäftsbereiche Nord, Süd, Ost, West und Berlin erstellt. Die Geschäftsbereiche unterteilen sich in 23 Regionalbereiche sowie 90 Regionen, welche die tiefsten Planungsebenen darstellen.

Ab dem Planjahr 2026 erfolgt grundsätzlich eine werttreiberbasierte Fortschreibung auf Geschäftsbereichsebene. Zentrale Werttreiber sind die zu erwartenden Mietsteigerungen, das Modernisierungsvolumen, Instandhaltungsaufwendungen sowie Annahmen zu den zu verkaufenden Einheiten. Die Planung der Personal- und Sachkosten erfolgt für das Budget auf Kostenstellenebene und wird für die weiteren Planjahre auf Basis des Budgets über Inflationsannahmen fortgeschrieben.

Die Planung der Verkäufe erfolgt ebenfalls auf regionaler Ebene basierend auf einem Verkaufspool. Daneben erfolgt die Erstellung der Planungsrechnung auf Ebene der weiteren Segmente Development (basierend auf konkreten Development-Projekten sowie Standardprojekten) sowie Value-add (auf Ebene der einzelnen Value-add-Bereiche).

Die Planungsrechnungen für Schweden und Österreich werden zunächst lokal erstellt und fließen in die Mehrjahresplanung ein. Auskunftsgemäß bestehen über Finanzierungsbeziehungen hinaus keine wesentlichen Geschäftsbeziehungen, insbesondere keine Leistungsbeziehungen zwischen den Ländern Schweden, Österreich sowie Deutschland.

Die Planungsrechnung der Vonovia-Gruppe wird grundsätzlich im Gegenstromverfahren erstellt, wobei die Einzelplanungen zunächst bottom-up erstellt werden.

Die Development-Planung umfasst zehn Planjahre. Die Planungen der weiteren Segmente werden nach einem fünfjährigen Planungshorizont (ab den Jahren 2030 ff.) vereinfachend um weitere fünf Jahre durch das Konzerncontrolling grundsätzlich inflationsbedingt fortgeschrieben.

Die der Bewertung der Vonovia-Gruppe zugrunde liegende Planung wurde am 28. November 2024 vom Vorstand der Vonovia SE beschlossen sowie am 10. Dezember 2024 vom Aufsichtsrat der Vonovia SE hinsichtlich des Budgetjahres 2025 genehmigt und bezüglich der Folgejahre zur Kenntnis genommen.

b) Plan-Ist-Vergleich

Historische Planungsrechnungen spiegeln die damaligen Erwartungen des Managements zur Entwicklung des Unternehmens wider. Diese sind nicht unabhängig von dem mit der Planung verfolgten Zweck. Dieser kann auch darin bestehen, Zielgrößen zu definieren. Die Analyse der Planungstreue erfolgt durch den Vergleich historischer Planungsrechnungen mit den Ist-Ergebnissen sowie einer Ursachenanalyse der Abweichungen. Dies kann zu einer Einschätzung darüber führen, ob die Planungen in der Vergangenheit gegebenenfalls zu optimistisch bzw. zu pessimistisch oder realistisch waren.¹⁶⁸ Neben Plan-Ist-Vergleichen für mehrere Einzeljahre kann grundsätzlich auch ein Vergleich der letzten jeweiligen Mehrjahresplanungen durchgeführt werden.

Zur Analyse der Planungstreue haben wir das zum Ende des Geschäftsjahres 2022 erstellte Budget für das Geschäftsjahr 2023 den Ist-Zahlen gegenübergestellt. Die Budgetplanung aus dem Herbst 2023 haben wir dem Forecast (9+3) für das Jahr 2024 gegenübergestellt. Darüber hinaus haben wir eine Mehrjahresbetrachtung vorgenommen und die Mehrjahresplanung aus Ende 2022 den Ist-Zahlen aus dem Jahr 2023 bzw. dem Forecast für das Jahr 2024 gegenübergestellt.

Ermittelt wurden dabei jeweils die Abweichungen auf Ebene der Segmenterlöse Rental (Mieteinnahmen) sowie des Adjusted EBITDA Rental, da diese Größen wesentlichen Einfluss auf die Ergebnisse haben und gegenüber den weiteren Adjusted EBITDA Bereichen deutlich weniger Sondereinflüssen unterliegen. Anzumerken ist, dass im Jahr 2023 eine geringe Anzahl an Pflegeeinrichtungen in das Segment Rental umgegliedert wurde. Dadurch enthalten die Ist-Zahlen Erlöse, die in den Planungsrechnungen im früheren Segment Pflege ausgewiesen wurden.

Die linke Spalte unserer nachfolgenden Übersichten bezeichnet hierbei immer das Jahr der Planungserstellung (z. B. 2022) für die sich jeweils anschließenden Planjahre (hier 2023 bzw. 2024).

¹⁶⁸ Vgl. OLG Düsseldorf, 9. Mai 2022, 26 W 3/21, Tz. 41 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 39 (BeckRS); OLG München, 14. Dezember 2021, 31 Wx 190/20, Tz. 109 (BeckRS).

Grüne Felder zeigen eine Planübererfüllung an, rote Felder eine negative Planabweichung. Die Abweichungen werden jeweils in % des Planwerts dargestellt.

Die prozentualen Plan-Ist-Abweichungen der **Segmenterlöse Rental** stellen sich wie folgt dar:

Δ Segmenterlöse Rental		Planjahr	
		2023	2024
Planung	2022	1,7%	3,4%
	2023		1,7%

Die Analyse der Abweichungen auf Ebene der Segmenterlöse im Bereich Rental zeigt, dass die tatsächlichen Mieteinnahmen des Jahres 2023 lediglich um rund 1,7 % über den Ende 2022 für das Jahr 2023 geplanten Mieteinnahmen lagen. Zudem wurden die Erwartungen der Planungsrechnung aus dem Jahr 2022 für das Jahr 2024 gemäß Forecast mit 3,4 % leicht übertroffen. Dies ist u. a. auf vom Plan abweichende Portfolioveränderungen sowie auf die Umgliederung von Pflegeimmobilien in das Segment Rental zurückzuführen. Auch im Vergleich zur Planung aus Ende 2023 liegen die Segmenterlöse Rental gemäß Forecast für das Jahr 2024 leicht über dem Budgetwert. Diese hohe Planungstreue spiegelt die grundsätzlich gute Planbarkeit der Immobilienbewirtschaftung wider.

Auf Ebene des **Adjusted EBITDA Rental** stellen sich die prozentualen Plan-Ist-Abweichungen wie folgt dar:

Δ Adjusted EBITDA Rental		Planjahr	
		2023	2024
Planung	2022	5,3%	3,9%
	2023		1,2%

Insgesamt ergeben sich leicht positive Abweichungen. Die Abweichungen der Planungsrechnungen aus den Jahren 2022 und 2023 zu den Jahren 2023 und 2024 lassen sich im Wesentlichen auf vom Plan abweichende Portfolioveränderungen und niedriger als erwartete Instandhaltungsaufwendungen zurückführen. Auch hier zeigt sich die gute Planbarkeit des Vermietungsgeschäfts.

Im Segment Development ergeben sich in der Vergangenheit teilweise stark negative Plan-Ist-Abweichungen, die insbesondere aus unvorhergesehenen Entwicklungen des Marktumfelds resultieren. Steigende Baukosten aufgrund von Preiserhöhungen von Baumaterialien und -leistungen, Versorgungsengpässe sowie das gestiegene Zinsniveau beeinflussten vornehmlich die Ergebnisse aus dem Segment Development negativ.

Auf eine Analyse des Verkaufsgeschäfts haben wir aufgrund der schwierigen Planbarkeit verzichtet.

Im Ergebnis belegt unsere Analyse der Plan-Ist-Abweichungen im Hinblick auf das Vermietungsgeschäft eine hohe Planungsgüte der historischen Planungsrechnungen. Die Planungen der anderen Segmente wurden überwiegend aufgrund von in diesem Ausmaß nicht vorhersehbaren Entwicklungen des Marktumfelds verfehlt.

c) Operative Planung

Die folgende Übersicht stellt die unserer Bewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung der Vonovia-Gruppe auf Konzernebene bis zum EBIT für Bewertungszwecke für die Planjahre 2025 bis 2034 sowie das letzte Vergangenheitsjahr (Forecast) dar.

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
	FC 9+3	Plan									
	EUR Mio.										
Segmentföse Rental	3.327,2	3.363,1	3.485,1	3.644,3	3.771,5	3.884,0	3.997,2	4.128,9	4.258,9	4.396,6	4.526,0
Aufwendungen Rental	-953,1	-964,0	-984,2	-985,7	-979,7	-969,9	-980,0	-991,8	-1.003,5	-1.018,0	-1.029,8
Adjusted EBITDA Rental	2.374,1	2.399,1	2.500,9	2.658,6	2.791,7	2.914,0	3.017,3	3.137,0	3.255,4	3.378,6	3.496,2
Segmentföse Value-add	1.359,7	1.422,7	1.506,6	1.636,0	1.730,6	1.804,2	1.809,8	1.833,2	1.873,1	1.914,2	1.939,3
Operative Kosten Value-add	-1.172,1	-1.240,2	-1.286,4	-1.324,7	-1.365,6	-1.414,0	-1.460,3	-1.489,5	-1.519,3	-1.549,6	-1.580,6
Adjusted EBITDA Value-add	187,7	182,5	220,2	311,3	365,0	390,2	349,6	343,8	353,9	364,6	358,7
Segmentföse Recurring Sales	455,1	490,0	789,4	1.631,9	1.646,8	1.669,2	1.690,4	1.712,2	1.331,7	1.356,3	1.381,9
Aufwendungen Recurring Sales	-400,6	-414,2	-628,6	-1.383,3	-1.393,4	-1.411,4	-1.428,3	-1.445,7	-1.103,2	-1.122,5	-1.139,2
Adjusted EBITDA Recurring Sales	54,5	75,8	160,8	248,7	253,5	257,9	262,1	266,5	228,4	233,8	242,7
Erlöse aus der Veräußerung von Developmentobjekten to sell	972,9	882,1	1.064,7	1.086,9	1.449,3	1.864,9	2.098,4	2.653,8	2.282,8	2.250,2	2.224,0
Herstellkosten Development to sell	-913,9	-760,8	-943,3	-916,8	-1.236,3	-1.609,6	-1.819,4	-2.375,2	-1.961,1	-1.889,0	-1.847,5
Rohertrag Development to sell	59,0	121,3	121,4	170,2	213,0	255,3	279,0	278,6	321,7	361,2	376,5
Operative Kosten und Erträge Development	-30,2	-37,5	-39,5	-55,6	-65,6	-69,7	-61,3	-37,2	-52,4	-66,5	-61,1
Adjusted EBITDA Development	28,8	83,8	81,9	114,5	147,5	185,5	217,7	241,4	269,4	294,7	315,4
Adjusted EBITDA Total	2.645,0	2.741,1	2.963,9	3.333,1	3.557,7	3.747,6	3.846,7	3.988,7	4.107,1	4.271,6	4.413,0
Sonstiges und Sondereinflüsse		-17,4	-36,9	-37,0	-48,3	-48,3	-32,9	-32,9	-32,9	-32,9	-32,9
Abschreibungen		-121,6	-128,3	-132,7	-137,0	-140,8	-144,2	-147,0	-150,0	-153,0	-156,0
EBIT für Bewertungszwecke	2.602,1	2.798,7	3.163,5	3.372,4	3.372,4	3.558,4	3.669,7	3.808,8	3.924,2	4.085,8	4.224,1

Die dargestellten Ergebnisse berücksichtigen aus bewertungsmethodischen Gründen nicht die folgenden Posten:

- Konsolidierung: Die geplanten Zwischenergebnisse des Segments Value-add werden vorliegend für Bewertungszwecke nicht eliminiert, da die Zwischenergebnisse ebenfalls die geplanten Investitionen erhöhen. Folglich werden die aus Konzernsicht für Zwecke der Unternehmensbewertung „zu hohen“ Investitionen über die im EBIT erfassten Zwischengewinne ausgeglichen. Damit verbleiben bei saldierter Betrachtung keine Zahlungsströme aus rein konzerninternen Transaktionen. Betroffen sind im Wesentlichen Instandhaltungs- und Modernisierungsleistungen, die von der VTS für die Immobilien haltenden Tochtergesellschaften der Vonovia SE erbracht werden.
- Ergebnis aus der Bewertung der Investment Properties: Geplante Ergebnisse aus Neubewertungen des Immobilienbestands zum Fair Value werden nicht berücksichtigt, da es sich um keine bewertungsrelevanten Zahlungsströme handelt.

Die **Segmenterlöse Rental** enthalten die Mieteinnahmen, die sich aus den Sollmieten sowie den durch leerstehende Wohnungen getriebenen Erlösschmälerungen ergeben. Die Entwicklung der Segmenterlöse wird insofern durch die erwartete Entwicklung der Sollmieten und der Leerstandsquote sowie durch Veränderungen im Bestandsportfolio bestimmt.

Die folgende Tabelle zeigt die geplanten wesentlichen Kennzahlen des Segments Rental sowie die geplanten wesentlichen Bestandskennzahlen zum Wohnimmobilienportfolio der Vonovia-Gruppe in den Jahren 2025 bis 2034 sowie für das letzte Vergangenheitsjahr 2024 (Forecast).

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
	FC 9+3	Plan									
Wachstum Segmenterlöse Rental in %	2,3%	1,1%	3,6%	4,6%	3,5%	3,0%	2,9%	3,3%	3,1%	3,2%	2,9%
Adjusted EBITDA Rental in % der Segmenterlöse Rental	71,4%	71,3%	71,8%	73,0%	74,0%	75,0%	75,5%	76,0%	76,4%	76,8%	77,2%
Anzahl Wohneinheiten (Ende der Periode)	537.604	526.989	524.102	521.291	516.349	511.259	510.114	509.373	507.660	505.545	503.863
Wohnfläche in Tm ² (Ende der Periode)	33.736	32.974	32.778	32.579	32.266	31.951	31.876	31.828	31.710	31.560	31.444
Instandhaltungsausgaben in EUR je m ²	22,47	25,86	27,09	28,09	28,10	28,52	29,00	29,22	29,64	29,97	30,22

Im Jahr 2025 soll sich die Anzahl an Wohneinheiten durch geplante Verkäufe um 10.615 Einheiten reduzieren. Diese hohe Anzahl an verkauften Wohneinheiten resultiert insbesondere aus Non-Core-Verkäufen, u. a. dem mit Wirkung zum 1. Januar 2025 im Jahr 2024 vereinbarten Verkauf von rund 4.500 Einheiten an ein kommunales Wohnungsunternehmen der Stadt Berlin. In den Planjahren 2026 bis 2033 wird in geringerem Umfang ein weiterer leichter Rückgang der Anzahl an Wohneinheiten getrieben durch Recurring Sales bzw. Non-Core-Verkäufe erwartet.

Der geplante Anstieg der Mieteinnahmen von jährlich durchschnittlich 3,1 % im Zeitraum zwischen 2024 und 2034 ist insbesondere getrieben durch organische Mietsteigerungen (insb. laufende Mietsteigerung im Kerngeschäft sowie investitionsbedingte Mietsteigerungen) sowie gegenläufig durch geplante Verkäufe. Die Leerstandsquote bewegt sich im Planungszeitraum auf einem relativ stabilen Niveau von rund 1,8 % bis 1,9 % und liegt damit in der Größenordnung der historischen Leerstandsquoten. Dabei werden für den Fortschreibungszeitraum der Jahre 2030 bis 2034 investitionsbedingt (leicht) rückläufige organische Mietsteigerungsraten erwartet.

Die Planung der Segmenterlöse Rental berücksichtigt die rechtlichen Rahmenbedingungen. Insbesondere werden neben Mietsteigerungen, die innerhalb bestehender Mietverhältnisse nach § 558 BGB (Mieterhöhung bis zur ortsüblichen Vergleichsmiete) möglich sind oder im Rahmen der rechtlichen Möglichkeiten aus Neuvermietungen resultieren, auch Mietsteigerungen aufgrund von Modernisierungen nach § 559 BGB geplant. Demnach sind nach Modernisierungsmaßnahmen Mieterhöhungen möglich, die über die „normale“ Mietsteigerung hinausgehen. Im Rahmen der Modernisierung von Gebäuden werden im Planungszeitraum insbesondere Investitionen zur energetischen Sanierung des Immobilienbestandes im Rahmen des Vonovia-Klimapfads geplant.

Ferner ergeben sich Erhöhungen der Mieteinnahmen aufgrund der geplanten Neubauaktivität (Development to hold). Gegenläufig zu der Steigerung der Erlöse aufgrund von Mieterhöhungen und dem Neubau ergeben sich erlösschmälernde Effekte aus den geplanten Portfolioverkäufen.

Die in den **Aufwendungen Rental** enthaltenen Aufwendungen für Instandhaltung umfassen den Teil der Instandhaltungsausgaben, der nicht bilanziell aktiviert wird. Die Instandhaltungsausgaben werden auf Ebene der Regionen für das Jahr 2025 basierend auf dem Instandhaltungsbedarf sowie vorgegebenen Budgets geplant und in den Folgejahren grundsätzlich preisbedingt fortgeschrieben.

Der deutliche Anstieg der Instandhaltungsausgaben je m² des Jahres 2025 ist generell auf in den beiden Vorjahren gebremsten Ausgaben aufgrund der Fokussierung auf Liquidität sowie auf inflationsbedingte Kostensteigerungen und gestiegenen Leistungsumfang zurückzuführen.

Zudem enthalten die Aufwendungen im Segment Rental operative Kosten. Die operativen Kosten umfassen alle weiteren Kostenpositionen, die dem Segment Rental zuzuordnen sind. Hierzu

gehören insbesondere der Betriebskostensaldo (nicht umlegbare Betriebskosten), Forderungsausfall sowie administrative Kosten für dezentrale und zentrale Organisationseinheiten. Gegenläufig werden u. a. Versicherungsentschädigungen (für Instandhaltungskosten) und sonstige Erträge geplant.

Die Betriebskosten umfassen alle Kosten, die dem Eigentümer der Immobilien durch den Gebrauch der Wohnungen laufend entstehen (u. a. Wasserversorgung, Heizung, Aufzüge, Straßenreinigung, Müllabfuhr, Gebäudereinigung, Gartenpflege, Sach- und Haftpflichtversicherung sowie TV-/Kabelanschluss) und dem Mieter überwiegend weiterbelastet werden können. Ein Anstieg der nicht umlegbaren Betriebskosten im weiteren Planungsverlauf ist insbesondere durch eine zunehmende CO₂ Steuerbelastung zu erwarten.

Darüber hinaus wird für das Jahr 2025 ein deutlicher Anstieg aufgrund von inflationsbedingten Kostensteigerungen erwartet, der durch Effizienzsteigerungen nahezu kompensiert werden soll. Über den weiteren Planungszeitraum werden die Positionen grundsätzlich unter Berücksichtigung der geplanten Wohnflächen bzw. Wohneinheiten preisbedingt fortgeschrieben. Etwaige Reduktionen der operativen Kosten ergeben sich aus den Effekten aus den strategischen Initiativen (serielle Modernisierung, Energy cube, Belegungsrechte).

Das **Adjusted EBITDA Rental** soll von EUR 2.374,1 Mio. im Jahr 2024 im ersten Planjahr 2025 leicht auf EUR 2.399,1 Mio. ansteigen. Dabei wirken sich erwartete Mieterhöhungen positiv aus, die zu einem großen Teil durch erhöhte Kosten sowie den Rückgang der Einheiten aufgrund von Portfolioverkäufen kompensiert werden. Anschließend wird bis zum Planjahr 2034 eine jährliche durchschnittliche Wachstumsrate in Höhe von 4,3 % erwartet. Die Adjusted EBITDA Rental-Marge soll sich dazu korrespondierend von 71,4 % im Jahr 2024 auf 77,2 % im Jahr 2034 verbessern.

Im **Segment Value-add** umfassen die geplanten Segmenterlöse insbesondere konzerninterne Erlöse aus der Handwerkerorganisation VTS, aus Value-add Operations (Multimedia-, Messservice- und Energiedienstleistungen) sowie aus dem Servicebereich Wohnumfeld. Die Planungsrechnung umfasst dabei auch die erwarteten Effekte aus den sogenannten „Accelerated Tech-Supported Investments“ (serielle Modernisierung, Energy cube sowie Photovoltaik) sowie die erwarteten Erlöse aus „Expanded Business Areas“ (Energy operation, Stranded Assets sowie 3rd party market). Die konzerninternen Erlöse betreffen Leistungen der Value-Add-Gesellschaften für die Immobilien haltenden Konzerngesellschaften der Vonovia-Gruppe, bei welchen die Leistungen der Value-Add-Gesellschaften gegenläufig zu Aufwendungen bzw. Investitionen führen (u. a. für die durch die VTS erbrachten Instandhaltungen und Modernisierungen). Die entsprechenden konzerninternen Aufwendungen bzw. Investitionen sind ebenfalls betragsgleich in der Planungsrechnung enthalten. Zwischengewinne verbleiben im Adjusted (Konzern-) EBITDA der Vonovia-Gruppe mithin nur, soweit die Leistungen bei den abnehmenden Gesellschaften Investitionen (und nicht Aufwendungen) betreffen. Externe Erlöse werden in geringerem Umfang insbesondere

in den Bereichen Value-add Operations und Vonovia Immobilien Treuhand (Wohneigentumsverwaltung) geplant. Ferner wird im Segment Value-add das Beteiligungsergebnis aus der Beteiligung an der Versicherungsmaklergesellschaft AVW GmbH & Co. KG, Hamburg (AVW), geplant. Die Planzahlen der Value-add-Bereiche basieren u. a. auf historischen Daten, Marktanalysen, Annahmen zu Preisentwicklungen sowie Bestandsentwicklungen.

Das Adjusted EBITDA Value-add in Höhe von EUR 187,7 Mio. im Jahr 2024 ist wesentlich durch einen Einmaleffekt aus der Verpachtung des Coax-Netzes in Höhe von EUR 62,4 Mio. beeinflusst, der sich in der Folge nicht in der gleichen Größenordnung niederschlagen wird. Bis zum Jahr 2029 wird – u. a. getrieben durch (wieder) erhöhte Modernisierungsinvestitionen, den Ausbau an Photovoltaikanlagen sowie der weiteren oben genannten Initiativen – ein deutlicher Anstieg des Adjusted EBITDA Value-add auf EUR 390,2 Mio. erwartet. Da die Ergebnisbeiträge aus „Accelerated Tech-Supported Investments“ und „Expanded Business Areas“ über den Gesamtplanungszeitraum teilweise auslaufen, soll das Adjusted EBITDA Value-add auf EUR 358,7 Mio. im Jahr 2034 zurückgehen.

Das Adjusted EBITDA des **Segments Recurring Sales** spiegelt den geplanten Verkauf von Wohneinheiten aus dem Privatisierungsportfolio wider. Dem Privatisierungsportfolio werden Wohneinheiten sowie Einfamilienhäuser zugeordnet, welche sich bei einem Einzelverkauf im Allgemeinen mit einem Aufschlag auf den Fair Value (sog. Step-up) verkaufen lassen. Über den Planungszeitraum wird (wieder) eine Ausweitung der Einzelverkäufe angenommen. Ausgehend von Verkaufserlösen in Höhe von EUR 455,1 Mio. im Jahr 2024 sollen sich die Recurring Sales bis zum Jahr 2029 wieder deutlich auf EUR 1.669,2 Mio. erhöhen. Anschließend wird ein leichter Rückgang auf Verkaufserlöse in Höhe von EUR 1.381,9 Mio. im Jahr 2034 berücksichtigt.

Die geplante Entwicklung der Verkaufserlöse ist auf das im Segment Recurring Sales enthaltene Geschäft mit „Stranded Assets“ zurückzuführen. Im Hinblick auf diese Gebäude mit aktuell niedriger Effizienzklasse wird unterstellt, dass diese nach einem Ankauf und energetischer Modernisierung wieder veräußert werden. Insoweit wird unter Berücksichtigung eines Immobilienzyklus ab dem Jahr 2030 von einem abflachenden und nach dem Jahr 2032 von keinem weiteren Ankauf von solchen modernisierungsbedürftigen Immobilien ausgegangen.

Das Adjusted EBITDA Recurring Sales wird im Jahr 2034 bei einem Niveau von rund EUR 242,7 Mio. erwartet. Im Hinblick auf die erzielten Step-ups wird über den Planungszeitraum die Erwartung einer Erholung der aktuell (noch) angespannten Marktlage abgebildet.

Die Planung des **Developmentgeschäfts** erfolgt einerseits basierend auf den (durch Vorstandsfreigaben) konkretisierten Projekten sowie andererseits basierend auf sogenannten „Standardprojekten“. Die Standardprojekte werden basierend auf Erfahrungswerten, aktuellen Indikationen sowie Marktdaten geplant. Im Adjusted EBITDA Development werden nur die Beiträge aus

Development to sell Projekten dargestellt. Roherträge aus Development to hold sind aus Konzernsicht nicht zahlungswirksam und entsprechend nicht bewertungsrelevant.

Für das Planjahr 2025 wird ein Anstieg des Rohertrags Development to sell von EUR 59,0 Mio. im Jahr 2024 auf EUR 121,3 Mio. erwartet. Hierin spiegelt sich eine erwartete generelle Markterholung mit höheren Verkaufsmargen sowie eine Rückkehr zur Fokussierung auf Profitabilität (nach den zurückliegenden Jahren mit Priorisierung der Liquiditätsfreisetzung) wider. In diesem Zuge soll das Adjusted EBITDA Development von EUR 28,8 Mio. im Jahr 2024 auf EUR 83,8 Mio. in Jahr 2025 ansteigen. Über den Planungszeitraum sollen die Verkaufserlöse und korrespondierend dazu das Adjusted EBITDA Development bis zum Jahr 2031 deutlich gesteigert werden. Ab dem Jahr 2032 werden rückläufige Erlöse bei gleichzeitig wachsenden Ergebnissen erwartet. Die geplante Entwicklung spiegelt das Auslaufen margenschwacher Alt-Projekte auf Ebene der Deutsche Wohnen-Gruppe sowie die Annahme einer Rückkehr zu in der Historie erreichten Margen wider.

Aufgrund der erwarteten positiven Entwicklungen in allen vier Segmenten Rental, Value-add, Recurring Sales und Development soll das **Adjusted EBITDA Total** im Planungszeitraum merklich ansteigen. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate wird im Zeitraum von 2024 bis 2034 mit 5,3 % geplant.

Unterhalb des Adjusted EBITDA Total werden unter **Sonstiges und Sondereinflüssen** zum einen die Verkäufe von Objekten aus dem Non-Core-Portfolio ausgewiesen. Zum anderen werden gebündelt die Sondereinflüsse dargestellt. Bei den Non-Core-Verkäufen handelt es sich um opportunistische – und für die Vonovia-Gruppe nicht steuerungsrelevante – Verkäufe ganzer Gebäude, von Grundstücken oder größeren Portfolios, die jeweils nicht Bestandteil des strategisch relevanten Bestands sind. Darüber hinaus werden im Jahr 2025 Erträge aus dem geplanten Verkauf des Pflegegeschäfts unter Sonstiges und Sondereinflüsse ausgewiesen. In den späteren Planjahren werden abgesehen von den Jahren 2028 und 2029 nur unwesentliche Non-Core-Verkäufe geplant.

Die geplanten Sondereinflüsse des Jahres 2025 beziehen sich im Wesentlichen auf Geschäftsmodelloptimierung und transaktionsbezogene Sachverhalte. Ab dem Jahr 2026 handelt es sich bei den Sondereinflüssen um eine pauschale Einschätzung auch zukünftig erwarteter Kosten für u. a. Geschäftsmodelloptimierung und personalbezogene Sachverhalte.

Die **Abschreibungen** umfassen im Planungszeitraum planmäßige Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen. Dazu zählen auch Abschreibungen im Zusammenhang mit selbst genutzten Immobilien. Nicht planmäßig abgeschrieben werden die gemäß IAS 40 i. V. m. IFRS 13 zum Verkehrswert (Fair Value) bilanzierten Investment Properties. Für die Abschreibungen wird über den Planungszeitraum u. a. vor dem Hintergrund des geplanten Photovoltaikausbaus eine moderat steigende Entwicklung erwartet.

Das **EBIT für Bewertungszwecke** steigt im Planungszeitraum aufgrund der erwarteten positiven Entwicklungen in allen Segmenten deutlich an. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate im Zeitraum von 2025 bis 2034 soll 5,5 % betragen.

d) Einordnung und Würdigung der Plausibilität der operativen Planung

Mit Blick auf die einer Unternehmensplanung innewohnende Unsicherheit ist zu beurteilen, ob die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen plausibel, d. h. nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind.¹⁶⁹

Eine Planung ist insgesamt als plausibel anzusehen, wenn sie sowohl rechnerisch richtig und auf Grundlage eines geeigneten Planungsprozesses erstellt ist als auch konsistent an die Vergangenheits- und Lageanalyse des Bewertungsobjekts anknüpft, bestehende Abweichungen zur vergangenen Entwicklung schlüssig erklärbar sind und die erwartete Entwicklung des Bewertungsobjekts nachvollziehbar reflektiert ist.¹⁷⁰ Dagegen könne eine unververtretbare und damit unplausible Planung vorliegen, wenn sie einseitige, systematische Verzerrungen aufweise oder wenn bei entsprechender Marktcontinuität ein bisher auch in den besten oder schlechtesten Zeiten nie erreichtes Niveau ohne nachvollziehbare Begründung geplant worden sei.¹⁷¹

Im Rahmen unserer Bewertungsarbeiten haben wir die Planung rechnerisch sowie im Hinblick auf die Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der getroffenen Annahmen nachvollzogen. Nach unseren Erkenntnissen ist die rechnerische und formelle Plausibilität der Planungsrechnung i. S. d. IDW Praxishinweis 2/2017¹⁷² gegeben.

Die Beurteilung der materiellen internen Plausibilität der Planungsrechnung haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Geschäftsmodell, der Analyse der bereinigten Vergangenheitszahlen bzw. der historischen Entwicklung der Vonovia-Gruppe sowie unter Berücksichtigung von umfassenden ergänzenden Erläuterungen und zur Verfügung gestellten Unterlagen zu den getroffenen Annahmen durch das Management vorgenommen.

Die Beurteilung der materiellen externen Plausibilität haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, inklusive der Betrachtung der Peer Group Unternehmen vorgenommen.

¹⁶⁹ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5.

¹⁷⁰ Vgl. OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 39 (BeckRS).

¹⁷¹ Vgl. Thüringer OLG, 16. Mai 2022, 2 W 197/19, Beschlusstext S. 22; OLG Düsseldorf, 24. September 2020, 26 W 5/16, Tz. 37 (BeckRS).

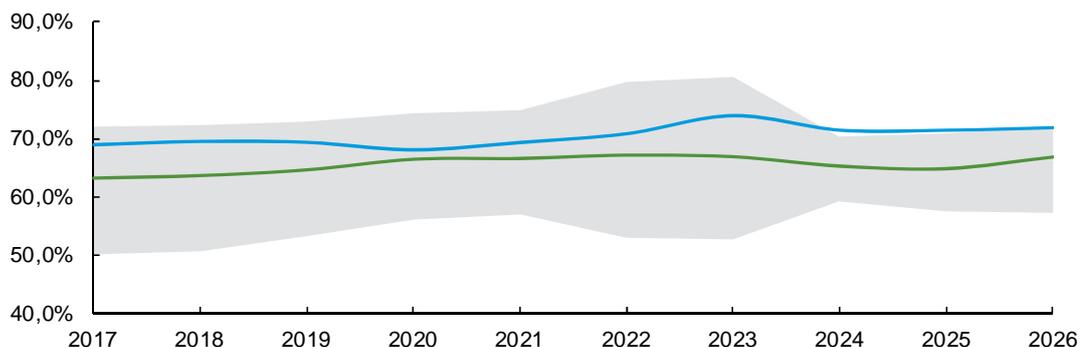
¹⁷² Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 15, 19 ff.

Nach unserer Einschätzung ist sowohl die materielle interne Plausibilität als auch die materielle externe Plausibilität der Planungsrechnung i. S. d. IDW Praxishinweis 2/2017¹⁷³ unter Berücksichtigung der nachfolgend dargestellten Einordnung gegeben.

Das Adjusted EBITDA Rental soll sich gegenüber dem Niveau des Forecasts 2024 bis zum Jahr 2029 um EUR 540,0 Mio. bzw. 22,7 % und in den folgenden Jahren bis zum Jahr 2034 um weitere EUR 582,2 Mio. bzw. 20,0 % erhöhen. Das Wachstum beruht insbesondere auf erwarteten Mietersteigerungen. Insofern wird davon ausgegangen, dass sich das Delta zwischen den für die vermieteten Einheiten tatsächlich erzielten Mieten und den für das Immobilienportfolio der Vonovia-Gruppe relevanten Marktmieten im Zeitablauf etwas verringert.

Bis zum Jahr 2029 soll sich die Adjusted EBITDA Rental-Marge der Vonovia-Gruppe ausgehend von 71,4 % im Jahr 2024 auf 75,0 % im Jahr 2029 erhöhen. Damit liegt die Marge in diesem Planungszeitraum – wie bereits in der Vergangenheit – tendenziell über dem Mittelwert der Vergleichsunternehmen. Bis zum Jahr 2034 ist eine weitere Margenverbesserung auf 77,2 % geplant. Vor dem Hintergrund der Vorteile aus der Konzernstruktur der Vonovia-Gruppe ist die Planung des Segments Rental als plausibel einzuschätzen.

Entwicklung bereinigte EBITDA-Marge Rental



— Bandbreite Minimum bis Maximum Peer Group — Mittelwert Peer Group — Vonovia-Gruppe

Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Geschäftsberichte, Bloomberg.

Das im Segment Value-add abgebildete Wachstum ist zu einem wesentlichen Teil auf gegenüber den letzten Jahren wieder erhöhte Modernisierungsinvestitionen zurückzuführen. Darüber hinaus werden erwartete Wachstumseffekte aus den strategischen Initiativen abgebildet. Der Ergebnisansatz des Segments Value-add am Adjusted EBITDA Total soll bis zum Jahr 2029 zunächst um

¹⁷³ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 16 f., 22 ff.

3,3 Prozentpunkte auf 10,4 % steigen. Bis zum Jahr 2034 wird ein leichter Rückgang auf 8,1 % erwartet, da die Effekte aus den Strategieinitiativen teilweise auslaufen. In der Planungsrechnung wird im Segment Value-add sowohl eine Markterholung als auch ein Ausbau des Drittgeschäfts abgebildet. Unter Berücksichtigung der Erläuterungen des Managements sowie der vorliegenden Kapazitäten der konzerneigenen Handwerkerorganisation und der strategischen Ausrichtung der Vonovia-Gruppe ist die Planung als plausibel einzuschätzen.

Im Segment Recurring Sales liegen die im Planungszeitraum erwarteten Step-ups in einer Bandbreite von in der Vergangenheit bereits von der Vonovia-Gruppe erzielten Step-ups.

Für das Segment Development to sell wird über den Planungszeitraum eine positive Entwicklung erwartet. Der Anteil des Adjusted EBITDA Development am Adjusted EBITDA Total soll demnach von 1,1 % im Jahr 2024 auf 7,1 % im Jahr 2034 steigen. Die Step-ups im Segment Development und die Rohertragsmargen sollen im Planungszeitraum deutlich ansteigen. Die geplanten Margen sind vor dem Hintergrund bereits in der Vergangenheit erzielter Niveaus nachvollziehbar. Das über den Planungszeitraum geplante Developmentvolumen ist unter Berücksichtigung der bereits konkretisierten Projekte sowie dem damit verbundenen Kapitalbindungsvolumen als plausibel einzuschätzen.

Unter Berücksichtigung der zuvor dargelegten Ausführungen stellt die Planungsrechnung der Vonovia-Gruppe eine geeignete Grundlage für die Ermittlung des Ertragswerts dar.

e) Finanzergebnis

Das Finanzergebnis der Vonovia-Gruppe haben wir anhand eines integrierten Finanzbedarfs- bzw. Planungsmodells abgeleitet. Ausgangspunkt der Finanzplanungen zur Bestimmung der Finanzergebnisse waren die zinstragenden Verbindlichkeiten und Vermögenswerte zum 31. Dezember 2024. Die Ableitung der Zinsergebnisse wird ausgehend von den konkret zur Verfügung stehenden Konditionen vorgenommen.

Im Finanzergebnis werden nur zahlungswirksame Zinsaufwendungen und Zinserträge berücksichtigt. Die Zinszahlungen ergeben sich grundsätzlich aus dem Finanzierungsmodell der Vonovia-Gruppe. Soweit die Finanzverbindlichkeiten variabel verzinslich sind und Zinssicherungen bestehen, wird dies im Finanzierungsmodell berücksichtigt.

Nicht übernommen haben wir geplante, nicht konkretisierte Neufinanzierungen. Für sich in unseren integrierten Finanzbedarfs- bzw. Planungsmodellen ergebenden Kapitalbedarf haben wir die korrespondierenden Zinszahlungen gemäß den der Vonovia-Gruppe zur Verfügung stehenden aktuellen Finanzierungsbedingungen neu berechnet, um die aktuellen Zinserwartungen

abzubilden. Hierbei haben wir auf aktuelle EURIBOR-Prognosen (gemäß dem Finanzinformationsdienstleister Bloomberg) abgestellt.

Gemäß dem Stichtagsprinzip sind finanzielle Überschüsse, die den Eigentümern des Unternehmens bereits zugeflossen sind, beziehungsweise deren Verwendung festgelegt wurde, nicht mehr für die Ableitung des Unternehmenswerts zu berücksichtigen. Beschlossene Dividenden bzw. Dividendenzahlungen mindern das Ergebnis und damit die Ertragschancen der Gesellschaft. Im Umkehrschluss stehen damit sämtliche potenzielle Dividendenansprüche, über die noch nicht beschlossen wurde, den Aktionären zu und gehen folglich in die Ertragswertberechnung ein.¹⁷⁴

Da zum Bewertungsstichtag noch keine Ausschüttungen von Dividenden für das Geschäftsjahr 2024 der Vonovia SE beschlossen wurden, ergeben sich keine Abgrenzungsfragen.

f) Unternehmenssteuern

Die Besteuerung der Vonovia-Gruppe wurde unter Berücksichtigung des gegenwärtigen Stands des Unternehmenssteuerrechts ermittelt. Die Ertragsteuern berücksichtigen die Gewerbe- und Körperschaftsteuer (inkl. SolZ), die auf die inländischen Erträge entfallen, sowie im Ausland anfallende Unternehmenssteuern.

Bei der Ermittlung der Ertragsteuern werden auch die Regelungen der Zinsschranke und vorliegende wesentliche Differenzen zwischen IFRS und Steuerrecht berücksichtigt.

Insbesondere haben wir berücksichtigt, dass nach IFRS aktivierte Instandhaltungskosten und Modernisierungsinvestitionen steuerlich erfahrungsgemäß weitgehend sofort abzugsfähige Betriebsausgaben darstellen. Darüber hinaus haben wir steuerliche Abschreibungen auf die Investment Properties angesetzt, die nach IFRS nicht planmäßig abgeschrieben werden.

Die bestehenden steuerlichen Verlustvorträge werden integriert bei der Ableitung der erwarteten zu zahlenden Steuern berücksichtigt. Erfolgt eine integrierte Erfassung der Verlustvorträge im Ertragswert, ist der Ansatz eines Sonderwerts zur Vermeidung einer Doppelerfassung bei der Bewertung ausgeschlossen.¹⁷⁵

Latente Steuern wurden aufgrund der fehlenden Zahlungswirksamkeit nicht berücksichtigt.

¹⁷⁴ Vgl. OLG Hamburg, 11. April 2003, 11 U 215/02, AG 2003, S. 441 ff.; LG Köln, 1. September 2008, 82 O 151/03, Beschlusstext S. 26; LG Frankfurt, 4. Juli 2006, 3-5 O 52/05, Beschlusstext S. 10.

¹⁷⁵ Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 11567, 1573.

g) Nicht beherrschende Anteile am Jahresergebnis

Gemäß dem Grundsatz der Vollkonsolidierung sind die Planergebnisse von Gesellschaften, an denen – aus Sicht der Vonovia-Gruppe – nicht beherrschende Anteile beteiligt sind, vollständig in der Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung zu berücksichtigen.

Bewertungsmethodisch können die auf die nicht beherrschenden Anteile entfallenden Ergebnisse bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Ergebnisse abgezogen werden.¹⁷⁶ Alternativ können diese Anteile auch separat bewertet und vom Unternehmenswert abgezogen werden.¹⁷⁷ Vorliegend haben wir eine integrierte Abbildung der nicht beherrschenden Anteile innerhalb der Planungsrechnung vorgenommen.

An verschiedenen Tochtergesellschaften der Vonovia SE sind fremde Dritte mit Minderheitspositionen (nicht beherrschende Anteile) beteiligt. Darunter fallen aus Sicht der Vonovia-Gruppe neben den an zahlreichen Tochtergesellschaften beteiligten verschiedenen Co-Investoren insbesondere die Beteiligungen von Apollo an der SWH und der Norddeutsche Immobilien Holding GmbH, Bochum (NIH), (innerhalb der Vonovia-Gruppe) sowie die Anteile Dritter an der Deutsche Wohnen SE.

Die Anteile Dritter an der Deutsche Wohnen SE haben wir basierend auf den im Rahmen der Bewertung der Deutsche Wohnen-Gruppe für Bewertungszwecke angesetzten Zukunftserfolgen abgeleitet.

Die Ansprüche von Apollo umfassen zum einen laufende Zahlungen. Zum anderen wird in der Planungsrechnung ein Rückkauf der Anteile von Apollo an der SWH sowie der NIH im jeweils fünften Jahr ihrer Beteiligung unterstellt.

Für die Ableitung der Ansprüche der übrigen Co-Investoren haben wir deren quotale Beteiligung an den restlichen Vonovia-Gesellschaften angesetzt und hierbei auch Garantiedividenden aus den bestehenden Ergebnisabführungsverträgen mit Tochtergesellschaften der Vonovia SE berücksichtigt.

¹⁷⁶ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2021, S. 288; OLG Karlsruhe, 15. November 2012, 12 W 66/06, Tz. 105 (juris); LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 52.

¹⁷⁷ Vgl. Meichelbeck, Unternehmensbewertung im Konzern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 955, 972.

h) Nachhaltiges Ergebnis

Die finanziellen Überschüsse lassen sich naturgemäß für einen näheren Zeitraum nach dem Bewertungsstichtag genauer und sicherer prognostizieren als für die fernere Zukunft. Zudem liegt regelmäßig (nur) für einen begrenzten Zeitraum eine detaillierte Unternehmensplanung vor (Detailplanungsphase). Nach diesem Zeitraum müssen (zwangsläufig vereinfachende) Annahmen über die nachhaltig bzw. in der Unendlichkeit zu erwartenden Überschüsse getroffen werden. Das festzulegende Ertragsniveau des ersten Jahres der ewigen Rente kann entweder zum Ende des Detailplanungszeitraums erreicht sein oder höher bzw. niedriger liegen. Das nachhaltige Ergebnis kann auch unter demjenigen des letzten Planjahres oder einzelner Jahre der Detailplanungsphase liegen. Mit der Festlegung des nachhaltigen Ergebnisses verbunden ist die Annahme eines „idealen“ im Hinblick auf die Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage eingeschwungenen Gleichgewichtszustandes.

Sollte der Gleichgewichtszustand am Ende des Detailplanungszeitraums noch nicht erreicht sein, kann es erforderlich werden, eine Übergangsphase zu berücksichtigen.¹⁷⁸

Der IDW Praxishinweis 2/2017 betont,¹⁷⁹ dass die ewige Rente unter Berücksichtigung gesonderter Analysen vom Bewertungsgutachter selbstständig herzuleiten ist. Insofern darf das letzte Planjahr nicht unreflektiert für die Phase der ewigen Rente übernommen werden. Bei der ewigen Rente sind langfristig erzielbare Renditeerwartungen zu berücksichtigen. Anhaltspunkte für die nachhaltig erzielbaren Renditen können sich aus den normalisierten Ergebnissen der Vergangenheit und der Detailplanungsphase sowie anhand von Branchen Kennzahlen ergeben.¹⁸⁰

Zur Plausibilisierung des nachhaltigen Ergebnisses werden regelmäßig Ergebnismargen (bspw. EBIT/EBITDA-Margen) herangezogen. Insbesondere bei konjunkturabhängigen, auf Wettbewerbsmärkten tätigen Unternehmen, aber auch grundsätzlich bei Unternehmen, die geschäftsmodell- und/oder rechnungslegungsbedingt schwankende Ergebnisse aufweisen, können margenseitige Durchschnittsbetrachtungen sachgerecht sein. Dahinter steht die in der Betriebswirtschaftslehre anerkannte Auffassung, nach der das nachhaltige Ergebnis ein in der Unendlichkeit im Durchschnitt zu erwartendes Ergebnis abbilden sollte.¹⁸¹

Im Rahmen der Ableitung des nachhaltig erwarteten Umsatz-, Ergebnis- und Investitionsniveaus der Vonovia-Gruppe haben wir diverse Gespräche mit dem planungsverantwortlichen Management geführt. Ferner haben wir historische Margen der Vonovia-Gruppe und die erwartete Margenentwicklung der Peer Group-Unternehmen analysiert.

¹⁷⁸ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 55.

¹⁷⁹ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 54.

¹⁸⁰ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 57.

¹⁸¹ Vgl. ausführlich Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.74 f.

Die Planungsrechnung der Vonovia-Gruppe bildet den Zeitraum der Jahre 2025 bis 2034 ab (Detailplanungszeitraum). Da vorliegend das letzte Planjahr keinen eingeschwungenen Zustand repräsentiert, haben wir die Planungsrechnung im Rahmen einer Übergangsphase bis zum Jahr 2044 weiterentwickelt. Ab dem Jahr 2045 haben wir das nachhaltige Ergebnis mit der nachhaltigen preisbedingten Wachstumsrate fortgeschrieben.

Ausgehend von dem Ergebnis für das Jahr 2034 wurden die Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz grundsätzlich in Höhe der unternehmensindividuellen Wachstumsrate von 1,5 % fortgeschrieben.

Nachfolgend beschrieben werden die wesentlichen Überleitungseffekte, die wir in Abstimmung mit der Vonovia SE ab den Jahren 2035 ff. berücksichtigt haben.

- Nachhaltige Erweiterungsinvestitionen in das Immobilienportfolio: Für den Zeitraum ab dem Jahr 2035 wird unter der Annahme, dass Modernisierungsinvestitionen sowie Development to hold Investitionen ihre Kapitalkosten verdienen auf eine explizite Abbildung dieser Investitionen bzw. die explizite Abbildung eines unter diesen Annahmen wertneutralen Ausbaus des Immobilienportfolios verzichtet. Allerdings werden in den Jahren 2035 bis 2038 Nachlaufeffekte (Investitionen sowie EBITDA-Beiträge) aus bereits bis zum Jahr 2034 begonnenen, aber nicht noch abgeschlossenen Modernisierungs- und Development-Projekten berücksichtigt.
- Nachhaltige Investitionszuschüsse: Entsprechend der Annahme, dass nachhaltig keine Modernisierungsinvestitionen abgebildet werden, werden ab den Jahren 2035 ff. keine Investitionszuschüsse mehr erfasst. Mangels Zahlungswirksamkeit werden ab den Jahren 2035 ff. ebenfalls keine Auflösungen von abgegrenzten Investitionszuschüssen mehr abgebildet.
- Nachhaltige Erhaltungsinvestitionen in das Immobilienportfolio: Bei der Ertragswertberechnung wird davon ausgegangen, dass der zum Ende des Jahres 2034 geplante Immobilienbestand in der ewigen Rente aufrechterhalten wird. Entsprechend werden zur Erhaltung des Bestands erforderliche Instandhaltungs- bzw. Erhaltungsausgaben angesetzt. Die nachhaltig angesetzten Beträge orientieren sich an den im Rahmen der Immobilienbewertung von der Vonovia-Gruppe angesetzten nachhaltigen Größen.
- Nachhaltig wiederkehrende Immobilien-Verkäufe (Recurring Sales): Da in der Übergangsphase sowie der Phase der ewigen Rente kein weiteres Development to hold-Geschäft und damit keine Bestandszuwächse modelliert werden, werden dazu korrespondierend auch nachhaltig wiederkehrende Verkäufe nicht explizit abgebildet. Insoweit wird unterstellt, dass die Veräußerungspreise barwertig den entgehenden Ergebnisbeiträgen entsprechen.
- Nachhaltiges Development to sell-Volumen: Die nachhaltigen Investitionen, die nachhaltige Kapitalbindung sowie die nachhaltige Rohertragsmarge im Bereich Development to sell werden unter Berücksichtigung der Vergangenheitsanalyse, des Planungszeitraums sowie Einschätzungen der Vonovia-Gruppe abgeleitet.

- Nachhaltige Investitionen und Abschreibungen der Sachanlagen und immateriellen Vermögenswerte: Nachhaltig werden (lediglich) Erhaltungsinvestitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte berücksichtigt. In den Übergangsjahren und in der Phase der ewigen Rente haben wir die Abschreibungen unter Berücksichtigung des nachhaltigen Wachstums der Bilanzposten mit der nachhaltigen Wachstumsrate rechnerisch abgeleitet.
- Nachhaltiges Zinsniveau: Das nachhaltige Zinsniveau wird unter Berücksichtigung der aktuellen Finanzierungskonditionen der Vonovia-Gruppe angesetzt. Hierbei haben wir das nachhaltige Zinsniveau basierend auf langfristigen marktbasieren Terminzinsersparungen, die wir dem Finanzinformationsdienstleister Bloomberg entnommen haben, abgeleitet.
- Ertragsteuern: Nachhaltig werden rückläufige steuerrechtliche Abschreibungen aufgrund des modelltechnisch rückläufigen Investitionsniveau wertgleich (annuitätisch) abgebildet.

i) Erfolgsrechnung

Die Erfolgsrechnung der Vonovia-Gruppe ist auf der folgenden Seite dargestellt.

Die für die Jahre 2035 ff. dargestellte Erfolgsrechnung stellt eine wertgleiche (annuitätische) Verdichtung der Übergangsphase sowie des nachhaltigen Ergebnisses dar (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 55).

	Detailplanungsphase											TV 2035 ff.
	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan	2029 Plan	2030 Plan	2031 Plan	2032 Plan	2033 Plan	2034 Plan	2035 Plan	
	EUR Mio.											
Segmenterlöse Rental	3.363,1	3.485,1	3.644,3	3.771,5	3.884,0	3.997,2	4.128,9	4.258,9	4.396,6	4.526,0	4.613,2	
Aufwendungen Rental	-964,0	-984,2	-985,7	-979,7	-969,9	-980,0	-991,8	-1.003,5	-1.018,0	-1.029,8	-922,2	
Adjusted EBITDA Rental	2.399,1	2.500,9	2.658,6	2.791,7	2.914,0	3.017,3	3.137,0	3.255,4	3.378,6	3.496,2	3.691,0	
Segmenterlöse Value-add	1.422,7	1.506,6	1.636,0	1.730,6	1.804,2	1.809,8	1.833,2	1.873,1	1.914,2	1.939,3	1.962,4	
Operative Kosten Value-add	-1.240,2	-1.286,4	-1.324,7	-1.365,6	-1.414,0	-1.460,3	-1.489,5	-1.519,3	-1.549,6	-1.580,6	-1.599,4	
Adjusted EBITDA Value-add	182,5	220,2	311,3	365,0	390,2	349,6	343,8	353,9	364,6	358,7	362,9	
Segmenterlöse Recurring Sales	490,0	789,4	1.631,9	1.646,8	1.669,2	1.690,4	1.712,2	1.331,7	1.356,3	1.381,9	0,0	
Aufwendungen Recurring Sales	-414,2	-628,6	-1.383,3	-1.393,4	-1.411,4	-1.428,3	-1.445,7	-1.103,2	-1.122,5	-1.139,2	0,0	
Adjusted EBITDA Recurring Sales	75,8	160,8	248,7	253,5	257,9	262,1	266,5	228,4	233,8	242,7	0,0	
Erlöse aus der Veräußerung von Developmentobjekten to sell	882,1	1.064,7	1.086,9	1.449,3	1.864,9	2.098,4	2.653,8	2.282,8	2.250,2	2.224,0	2.357,7	
Herstellkosten Development to sell	-760,8	-943,3	-916,8	-1.236,3	-1.609,6	-1.819,4	-2.375,2	-1.961,1	-1.889,0	-1.847,5	-1.886,2	
Rohtrag Development to sell	121,3	121,4	170,2	213,0	255,3	279,0	278,6	321,7	361,2	376,5	471,5	
Operative Kosten und Erträge Development	-37,5	-39,5	-55,6	-65,6	-69,7	-61,3	-37,2	-52,4	-66,5	-61,1	-65,1	
Adjusted EBITDA Development	83,8	81,9	114,5	147,5	185,5	217,7	241,4	269,4	294,7	315,4	406,4	
Adjusted EBITDA Total	2.741,1	2.963,9	3.333,1	3.557,7	3.747,6	3.846,7	3.988,7	4.107,1	4.271,6	4.413,0	4.460,4	
Sonstiges und Sondereinflüsse	-17,4	-36,9	-37,0	-48,3	-48,3	-32,9	-32,9	-32,9	-32,9	-32,9	-33,4	
Abschreibungen	-121,6	-128,3	-132,7	-137,0	-140,8	-144,2	-147,0	-150,0	-153,0	-156,0	-194,9	
EBIT für Bewertungszwecke	2.602,1	2.798,7	3.163,5	3.372,4	3.558,4	3.669,7	3.808,8	3.924,2	4.085,8	4.224,1	4.232,1	
Finanzergebnis	-809,5	-893,2	-998,9	-1.118,8	-1.217,7	-1.283,3	-1.320,6	-1.368,4	-1.396,1	-1.406,0	-1.028,8	
EBT	1.792,7	1.905,4	2.164,6	2.253,6	2.340,8	2.386,4	2.488,1	2.555,8	2.689,6	2.818,1	3.203,2	
Ertragssteuern	-262,8	-182,3	-223,0	-295,5	-337,0	-362,5	-479,1	-516,8	-607,2	-681,3	-811,5	
Periodenergebnis	1.529,9	1.723,2	1.941,6	1.958,1	2.003,7	2.023,9	2.009,1	2.039,0	2.082,4	2.136,8	2.391,7	
Nicht beherrschende Anteile	-153,0	-172,3	-194,2	-195,8	-120,2	-121,4	-120,5	-122,3	-124,9	-128,2	-143,5	
Periodenergebnis nach nicht beherrschenden Anteilen	1.376,9	1.550,8	1.747,4	1.762,3	1.883,5	1.902,5	1.888,5	1.916,7	2.008,6	2.248,2		

j) Ableitung der erwarteten Netto-Ausschüttungen

Die Vonovia SE hat in der Vergangenheit regelmäßig Ausschüttungen vorgenommen, wobei den Aktionären angeboten wurde, die Auszahlung der Dividende in bar oder in Form der Gewährung von neuen Aktien (Aktien Dividende) zu wählen.

Unter Berücksichtigung der von der Vonovia SE geplanten Ausschüttungspolitik haben wir im Detailplanungszeitraum bzw. der Übergangsphase vereinfachend eine Ausschüttungsquote von 50 % der der Bewertung zugrunde gelegten Vorsteuerergebnisse (EBTs) angesetzt. Darüber hinaus haben wir entsprechend der Ausschüttungspolitik der Vonovia SE ebenfalls Aktien Dividenden berücksichtigt.

Für die Phase der ewigen Rente ab dem Jahr 2045 haben wir anschließend eine fiktive Vollausschüttung der Jahresergebnisse angenommen. Die fiktiv voll ausgeschütteten Jahresergebnisse werden hierbei zu jeweils 50 % auf den Wertbeitrag aus Ausschüttungen und den Wertbeitrag aus Thesaurierungen aufgeteilt. Die Ausschüttungsquote von 50 % liegt in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens.

Die den Wertbeitrag aus Ausschüttungen bildende Dividendensumme ist grundsätzlich um die Abgeltungsteuer von 25,0 % zuzüglich 5,5 % SolZ zu vermindern. Aufgrund des bei der Vonovia SE bestehenden steuerlichen Einlagekontos sind die Ausschüttungen in einem gewissen Umfang nicht abgeltungssteuerpflichtig. Dies gilt nur, sofern eine Ausschüttung den „ausschüttbaren Gewinn“ i.S. von § 27 Abs. 1 S. 5 KStG übersteigt und insoweit die Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto erfolgt.¹⁸² Die temporäre Steuerfreiheit haben wir integriert bei der Ermittlung der Abgeltungsteuer (zzgl. SolZ) auf den Wertbeitrag aus Ausschüttungen berücksichtigt. Die über die Übergangsphase hinausgehenden Wirkungen des steuerlichen Einlagekontos werden im Rahmen der Ermittlung der Dividendenbesteuerung barwertäquivalent berücksichtigt.

Die zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen werden mit einer effektiven Steuer in Höhe von 13,1875 % belastet. Diese umfassen zum einen die Wertbeiträge aus Thesaurierung und zum anderen sog. inflationsbedingte Veräußerungsgewinne.

¹⁸² Vgl. Thüringer OLG, 3. Mai 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 21; OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 71 (BeckRS); Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1572 f.

5.3. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

Als Ausgangsgröße für die Bestimmung der Alternativinvestition kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und einen von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikozuschlag zerlegen.

a) Basiszinssatz

Ausgangspunkt für die Bestimmung des „risikolosen“ Basiszinses ist die Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen. Die Zinsstrukturkurve zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristäquivalenten Zerobondfaktoren gewährleisten die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz.¹⁸³

Als Datenbasis werden die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank herangezogen, die als Schätzwerte auf der Grundlage von beobachteten Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d. h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, ermittelt werden. Die notwendigen Parameterschätzer finden sich auf der Homepage der Deutschen Bundesbank.

Mittels dieser Parameter lassen sich Zinssätze für hypothetische Zerobonds ableiten und damit tägliche Zinsstrukturkurven auf Basis der am Markt gehandelten Bundesanleihen mit Restlaufzeiten bis zu 30 Jahren schätzen. Aus der beobachtbaren Entwicklung der Parameter der Schätzfunktion lässt sich deren begrenzte Verwendbarkeit zur Extrapolation für weiter in der Zukunft liegende Zinsprognosen erkennen. Vor diesem Hintergrund können nach Ansicht des FAUB mangels verfügbarer Marktdaten aus gehandelten Anleihen für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze und aufgrund allgemeiner Prognoseunsicherheiten die Zerobond-Zinssätze der längsten verfügbaren Restlaufzeiten als nachhaltiger Prognosewert konstant fortgeschrieben werden.¹⁸⁴

Zur Glättung von Schwankungen werden nicht ausschließlich die Zinsstrukturdaten zum Bewertungsstichtag, sondern durchschnittliche Werte für die **drei dem Bewertungsstichtag**

¹⁸³ Vgl. OLG München, 30. November 2006, 31 Wx 59/06, AG 2007, S. 411, 412.

¹⁸⁴ Vgl. IDW-FN 2008, S. 491.

vorausgehenden Monate herangezogen.¹⁸⁵ Die Berechnung der Dreimonatsfrist erfolgt in Anlehnung an die WpÜG-Angebotsverordnung gemäß §§ 187, 188 Abs. 2 BGB.¹⁸⁶

Entsprechend der Empfehlung des FAUB¹⁸⁷ ist der einheitliche Basiszinssatz größer 1,0 % auf ¼-Prozentpunkte **kaufmännisch zu runden** (unter 1,0 % auf 1/10-Prozentpunkte). Dies hat auch Zustimmung in der Rechtsprechung gefunden.¹⁸⁸

Gründe für die Rundung sind (1) der Ausgleich von möglichen Schätzfehlern, da es sich bei der Svensson-Methode um ein Schätzverfahren handelt¹⁸⁹ und (2) der Ausgleich von geringfügigen Veränderungen des Basiszinssatzes im Nachkommabereich während des Bewertungsprozesses, vor allem aber in dem Zeitraum zwischen der Beendigung der Bewertungs- respektive Prüfungsarbeiten und dem Tag der Hauptversammlung.¹⁹⁰ Das OLG München hat diesen Gesichtspunkt explizit hervorgehoben und ausgeführt, dass die Rundung nicht zuletzt auch der Planungs- bzw. Rechtssicherheit und dem Informationsbedürfnis der Minderheitsaktionäre diene.¹⁹¹

Auf Basis der veröffentlichten aktuellen Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für den Dreimonatszeitraum vom 6. September 2024 bis zum 5. Dezember 2024 ergibt sich ein einheitlicher **Basiszinssatz** (vor Steuern) von gerundet **2,50 %**.

¹⁸⁵ Vgl. OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21, Beschlusstext S. 16; OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 54 (BeckRS); OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 46 (BeckRS); m.w.N. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.92.

¹⁸⁶ Vgl. Fragen und Antworten zum IDW S 1 i.d.F. 2008 (Stand: 14. Oktober 2020), Abschn. 4.2 i.V.m. Abschn. 3.1, IDW Life 2020, S. 955.

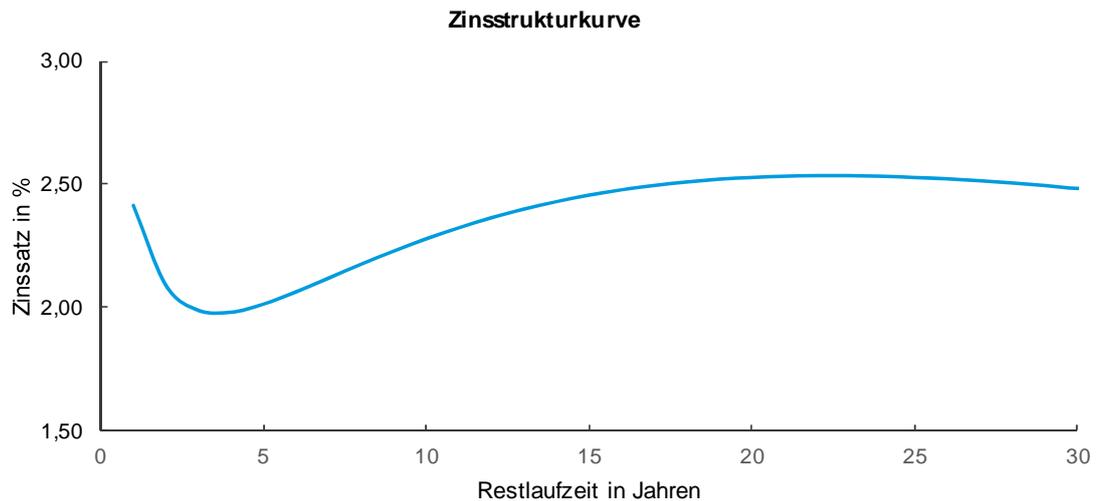
¹⁸⁷ Vgl. IDW-FN 2005, S. 555 ff.; IDW-LIFE 2016, S. 731 f.

¹⁸⁸ Vgl. OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 61 (BeckRS); OLG München, 6. August 2019, 31 Wx 340/17, Tz. 50 (BeckRS).

¹⁸⁹ Vgl. 86. Sitzung des AKU, IDW-FN 2005, S. 555, 556.

¹⁹⁰ Vgl. Popp, WPg 2016, S. 926, 929.

¹⁹¹ Vgl. OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 64 (BeckRS); OLG München, 6. August 2019, 31 Wx 340/17, Tz. 52 (BeckRS).



Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Darstellung.

Der Basiszinssatz wird um die **Abgeltungsteuer einschließlich SolZ** von 26,375 % vermindert¹⁹². Die Nachsteuergröße beläuft sich auf rund 1,84 %.

b) Risikozuschlag

Der Risikozuschlag wird in der Praxis regelmäßig mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet. Die Verwendung des CAPM bzw. des Tax-CAPM wird von der ganz überwiegenden Mehrzahl der Gerichte und Literaturstimmen als sachgemäß erachtet und ist die vorherrschende Methode zur Ableitung eines objektivierte Risikozuschlags.¹⁹³

Da Aktienrenditen und Risikoprämien grundsätzlich durch Ertragsteuern beeinflusst werden, erfolgt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher

¹⁹² Vgl. OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 2 76/19, Tz. 52 (BeckRS); OLG Stuttgart, 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Tz. 61 (BeckRS); LG Berlin, 20. Juni 2023, 102 O 49/14, Beschlusstext S. 59.

¹⁹³ Vgl. WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel C, Tz. 123; OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Tz. 85 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Mai 2023, 21 W 119/22, Beschlusstext S. 21; OLG Düsseldorf, 20. April 2023, 26 W 8/20, Tz. 33 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 123 (BeckRS); OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Tz. 52 (BeckRS); OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 136/16, Beschlusstext, S. 9; OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 105 (BeckRS).

Ertragsteuern erweitert. Hierdurch kann insbesondere die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Veräußerungsgewinnen abgebildet werden.

Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikozuschlag nach Ertragsteuern zusammen. Der unternehmensspezifische Risikozuschlag lässt sich in zwei empirisch beobachtbare bzw. ableitbare Faktoren, die Marktrisikoprämie und den Betafaktor, zerlegen.

Marktrisikoprämie

Die Rechtsprechung verweist regelmäßig auf die Aussage des BGH, nach der in Bezug auf die maßgebliche Bewertungsmethode entscheidend sei, „dass die jeweilige Methode in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist“.¹⁹⁴ Dasselbe muss auch für die bei der Umsetzung der Bewertungsmethode anzusetzenden Parameter gelten, d. h. auch für die Marktrisikoprämie. Allerdings ist eine empirisch genaue und unter allen Kapitalmarktbedingungen eindeutige Festlegung der Marktrisikoprämie – als Punktschätzung – nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich.¹⁹⁵

In der Praxis als Expertenauffassung anerkannt sind die Bandbreitenempfehlungen des FAUB, die dementsprechend von der Rechtsprechung regelmäßig als sachgerechte Grundlage für die Schätzung der Marktrisikoprämie (nach § 287 Abs. 2 ZPO) herangezogen werden.¹⁹⁶

Der FAUB beobachtet kontinuierlich die Entwicklung auf den Kapitalmärkten, um zu überprüfen, ob seine Bandbreitenempfehlungen anzupassen sind. Dazu werden nach einem pluralistischen Ansatz historisch gemessene Aktienrenditen bzw. Marktrisikoprämien, langfristige reale Aktienrenditen sowie Ex-Ante-Analysen impliziter Marktrisikoprämien betrachtet.¹⁹⁷ Die Bandbreitenempfehlung basiert demnach nicht allein auf einer unabhängig von den Realitäten an den Kapitalmärkten festgelegten Gesamttrenditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer.

Die derzeit aktuelle Empfehlung des FAUB basiert auf der in der Sitzung vom 22. Oktober 2019 getroffenen Entscheidung. Demnach wurde auf Basis der damaligen Erkenntnisse und Analysen

¹⁹⁴ Bspw. OLG Stuttgart, 20. August 2018, 20 W 2/13, Tz. 61 (BeckRS); BGH, 29. September 2015, II ZB 23/14, Tz. 33, 42 (juris); BGH, 12. Januar 2016, II ZB 25/14, Tz. 21 (juris).

¹⁹⁵ Vgl. OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 67 (BeckRS); Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 28; OLG Düsseldorf, 14. Dezember 2017, 26 W 8/15, Tz. 52 (BeckRS).

¹⁹⁶ Vgl. Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 28; OLG Bremen, 29. März 2019, 2 W 68/18, Tz. 47 (BeckRS); OLG Stuttgart, 26. Juni 2019, 20 W 27/18, Beschlusstext S. 22; OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Tz. 54 (BeckRS); OLG Frankfurt, 27. September 2019, 21 W 64/14, Beschlusstext S. 22; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 73 (BeckRS).

¹⁹⁷ Vgl. für eine ausführliche Begründung des pluralistischen Ansatzes Castedello et al., WPg 2018, S. 806, 806-825.

die zuvor gültige Bandbreitenempfehlung auf eine **Bandbreite von 5,0 % bis 6,5 % für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern** leicht nach oben erweitert.¹⁹⁸

In der Sitzung vom 30. Januar 2023 hat der FAUB festgestellt, dass zwar seit Februar 2022 deutlich steigende Basiszinssätze zu beobachten seien. Allerdings gehe dies mit ebenfalls deutlich gestiegenen impliziten Gesamtrenditen und Marktrisikoprämien auf Basis der Ex-Ante-Methode (implizite Kapitalkosten) einher. Auch in der Folgezeit hat der FAUB die Entwicklung des Kapitalmarktumfelds weiterhin genau beobachtet. Auch in seiner jüngsten Sitzung hielt es der FAUB weiterhin für sachgerecht, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie an einer Bandbreite von 6,0 % bis 8,0 % vor persönlichen Steuern bzw. 5,0 % bis 6,5 % nach persönlichen Steuern zu orientieren.¹⁹⁹

Für Bewertungszwecke ist die Bandbreitenempfehlung des FAUB auf eine **Punktschätzung** zu verdichten. Nach unserer Erfahrung erfolgt diese Verdichtung – bestätigt durch die Rechtsprechung – in aller Regel auf den Mittelwert der Nachsteuerempfehlung. Gründe für die Annahme einer Marktrisikoprämie am oberen Rand der Bandbreite können vor allem in einer in der jüngeren Vergangenheit beobachtbaren erhöhten Unsicherheit am Kapitalmarkt und der damit zum Ausdruck kommenden gestiegenen Risikoaversion liegen, wie dies den Empfehlungen des FAUB zu den Auswirkungen der aktuellen Kapitalmarktsituation auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes vom 10. Januar 2012 zugrunde lag.²⁰⁰ Anhaltspunkte für die Annahme einer Marktrisikoprämie am unteren Rand der Bandbreite können spiegelbildlich hierzu u.a. bei einer geringeren Unsicherheit am Kapitalmarkt und einer gesunkenen Risikoaversion gegeben sein.²⁰¹

Im vorliegenden Fall haben wir die **Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern** mit **5,75 %** festgelegt. Damit erfolgt die Verdichtung der Bandbreitenempfehlung des FAUB auf den Mittelwert der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern. Dieser Mittelwert der derzeitigen Bandbreitenempfehlung wurde auch in jüngeren Beschlüssen in Spruchverfahren anerkannt.²⁰²

¹⁹⁸ Vgl. IDW Life 2019, S. 818 f.

¹⁹⁹ Vgl. Berichterstattung über die 169. Sitzung des FAUB am 21. März 2024.

²⁰⁰ Vgl. IDW Fachnachrichten 2/2012, S. 122; OLG Schleswig-Holstein, 9. März 2020, 9 W 169/15, Beschlusstext S. 18.

²⁰¹ Vgl. auch: Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 180.

²⁰² Vgl. OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Beschlusstext S. 37; OLG Frankfurt, 26. Mai 2023, 21 W 119/22, Beschlusstext S. 22; LG München I, 19. April 2024, 5 HK O 9734/222, Beschlusstext S. 72; LG Hamburg, 21. Dezember 2023, 403 HKO 68/21, Beschlusstext S. 16; LG München I, 14. Dezember 2023, 5 HK O 11456/21, Beschlusstext S. 79; LG Hamburg, 3. November 2023, 403 HKO 90/22, Beschlusstext S. 19; LG München I, 25. August 2023, 5 HK O 12034/21, Beschlusstext S. 64; LG München I, 30. Juni 2023, 5 HK O 4509/21, Beschlusstext S. 81; LG München I, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22, Beschlusstext S. 55; LG Stuttgart, 16. Mai 2023, 40 O 64/20, Beschlusstext S. 35; LG Frankenthal (Pfalz), 20. März 2023, 2 HK O 55/21, Beschlusstext S. 26; LG Frankfurt, 25. November 2021, 3-05 O 13/20, Beschlusstext S.19 (insoweit nicht dargestellt in BeckRS 2020, 53852, Tz. 61 (bei der dortigen Angabe des Entscheidungsdatums mit dem Jahr 2020 handelt es sich um einen redaktionellen Fehler)).

Betafaktor

Der Betafaktor misst im Rahmen des (Tax-) CAPM das systematische, nicht durch Portfoliobil-
dung diversifizierbare Risiko der Aktie und wird als Maß für die Höhe des unternehmensindividu-
ellen Risikos gesehen.²⁰³ Der Betafaktor ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert,
sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert.²⁰⁴

Das bewertungsrelevante, systematische Risiko eines Unternehmens lässt sich unterteilen in das
operative Risiko, d. h. das der Geschäftstätigkeit innewohnende Risiko, und das **Kapitalstruk-**
turrisiko. Letzteres basiert auf der Tatsache, dass mit zunehmendem Verschuldungsgrad die
Schwankung der an die Anteilseigner fließenden Überschüsse zunimmt.

Aussagekraft der Betafaktoren

Als Ausgangspunkt für die Schätzung des Betafaktors wird in der Bewertungspraxis und der
Rechtsprechung regelmäßig auf historische Aktienrenditen abgestellt. Bei der praktischen Be-
taermittlung im Rahmen des CAPM wird eine lineare Regression mit einer Variablen durchge-
führt. Der Betafaktor wird demnach anhand einer linearen Regression der unternehmensspezifi-
schen Aktienkursrendite (als zu erklärende, abhängige Variable) auf die Rendite eines Aktienin-
dex (als erklärende, unabhängige Variable) ermittelt. Die Güte der Regressionsfunktion sowie –
spezifischer – des Regressionskoeffizienten wird regelmäßig anhand **statistischer Instrumente**
überprüft. Bei der Prüfung der Regressionsfunktion geht es darum, ob und wie gut die Aktien-
kursrendite durch die Indexrendite erklärt wird (Güte des Modells). Als typisches Gütemaß wird
hier auf das Bestimmtheitsmaß R^2 abgestellt. Zur Prüfung des Regressionskoeffizienten Beta
dient vor allem der t-Test. In den Fällen, in denen der empirisch gemessene Regressionskoeffi-
zient Beta nicht mit einer hinreichenden Wahrscheinlichkeit von dem in der Nullhypothese vorzu-
gebenden Wert (normalerweise Null) unterschieden werden kann und dies nicht durch eine öko-
nomisch begründete Einschätzung erklärt werden kann, verliert der gemessene Wert seine Aus-
sagekraft und damit zugleich seine Eignung als Schätzer für den Betafaktor.

Grundvoraussetzung für einen aussagekräftigen Betafaktor ist, dass sich die Aktienrenditen und
damit die zugrundeliegenden Aktienkurse sachlich und zeitlich unverzerrt an Änderungen der
ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen. Daher wird in der Praxis und auch von der
Rechtsprechung²⁰⁵ inzwischen ein großes Augenmerk auf die **Liquidität der Aktie** gelegt, um
die grundsätzliche Prognoseeignung der ermittelten Betafaktoren einzuschätzen. Als

²⁰³ Vgl. nur OLG Frankfurt, 17. Juni 2010, 5 W 39/98, Tz. 46 (juris).

²⁰⁴ Vgl. nur OLG Stuttgart, 17. März 2011, 20 W 9/08, AG 2010, S. 510; OLG Frankfurt, 2. Mai 2011, 21 W 3/11, AG
2011, S. 828.

²⁰⁵ Vgl. Popp/Ruthardt, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2024, Rz.
12.116 ff.

Liquiditätsmaße werden bspw. die Geld-Brief-Spanne oder der Handelsumsatz genannt, wobei sich für die Messung der Liquidität bislang weder in der Theorie noch in der Praxis ein überlegenes Messkonzept herausgebildet hat. Zudem existieren (derzeit) für die einzelnen Messkonzepte keine betriebswirtschaftlich allgemein anerkannten Schwellenwerte für „liquide Aktien“.²⁰⁶

Daneben ist zu beachten, dass aus dem reinen „Erfüllen“ von einzelnen, mehreren oder allen Messgrößen nicht ohne weitere Überlegungen auf die **Prognoseeignung** der historischen Kurse bzw. des Betafaktors geschlossen werden kann. Die Ableitung des künftigen systematischen Risikos anhand des (originären) Betafaktors setzt voraus, dass dieser verlässlich ermittelt und seine zeitliche Stabilität erwartet werden kann. Somit ist auch eine Analyse der Kursentwicklung im Hinblick auf Strukturbrüche oder **verzerrende Ereignisse**, bspw. Übernahmegerüchte/-verfahren vorzunehmen.

In der Praxis werden häufig **Beobachtungszeiträume** von fünf Jahren mit monatlichen und zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen verwendet.²⁰⁷ Die Aktualität kann für einen kürzeren Zeitraum von z. B. zwei Jahren sprechen.²⁰⁸ Lange Zeiträume, in denen Strukturbrüche stattgefunden haben, sind für die Berechnung des Betafaktors ungeeignet.²⁰⁹

Raw und Adjusted Beta

Das direkt aus den (Kurs-)Renditen mittels Regression abgeleitete Beta wird häufig auch als „Raw Beta“ bezeichnet. Wird dieses mittels einer Gewichtungformel mit einem Gesamtmarktbeta von eins in Beziehung gesetzt, spricht man von einem sog. „Adjusted Beta“. Die Adjustierungsformel setzt an den verschuldeten Betafaktoren an. Erst nachfolgend wird das Unlevern vorgenommen.

Das Adjusted Beta entsprechend der sogenannten „Blume-Anpassung“ stellt im Finanzbereich die am häufigsten genutzte Beta-Definition dar.²¹⁰ Bei diesem Verfahren wird das Raw Beta mit 0,667 (=2/3) multipliziert und 0,333 hinzuaddiert.

In der Bewertungspraxis wird sowohl auf Adjusted- als auch auf Raw-Betafaktoren zurückgegriffen.²¹¹ Der Rechtsprechung ist nicht zu entnehmen, dass adjustierten oder nicht-adjustierten

²⁰⁶ Vgl. ausführlich Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 328 f.

²⁰⁷ Vgl. OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 84 (BeckRS); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 80 (juris); OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09, Tz. 63 (juris).

²⁰⁸ Vgl. OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 214 (juris); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 80 (juris); LG Frankfurt, 2. September 2010, 3-5 O 279/08, Beschlusstext S. 27.

²⁰⁹ Vgl. OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08, Tz. 204 (juris).

²¹⁰ Vgl. Scheld, Fundamental Beta, 2013, S. 77.

²¹¹ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel A, Tz. 410.

Betafaktoren ein genereller Vorrang eingeräumt würde und insoweit eine einheitliche Position vertreten wird.²¹²

Konkrete Vorgehensweise

Entsprechend der üblichen Praxis haben wir, basierend auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg, Betafaktoren über einen **fünfjährigen Beobachtungszeitraum mit monatlichen Renditen** sowie für einen **Beobachtungszeitraum von zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen** ermittelt. Wir haben unserer Analyse für beide Zeitraum-Intervall-Kombinationen sowohl einen breiten lokalen Vergleichsindex (CDAX Performance-Index) als auch einen breiten globalen Index (MSCI World Total Return Index) zugrunde gelegt. Da in der Bewertungspraxis sowohl auf verschuldete adjustierte als auch auf raw-Betafaktoren zurückgegriffen wird haben wir beide Größen ermittelt und dargestellt. Die Aussagekraft der ermittelten Betafaktoren haben wir anhand statistischer Kriterien (z.B. t-Test) sowie der Liquidität der Aktie (insb. der Geld-Brief-Spanne) überprüft.

Zur Bereinigung der unternehmensspezifischen Betafaktoren um Kapitalstruktureffekte haben wir die in der Vergangenheit beobachteten Betafaktoren in unverschuldete Betafaktoren umgerechnet (so genanntes „**Unlevern**“). Die Umrechnung haben wir nach einer Anpassungsformel unter der Annahme unsicherer Tax Shields sowie unter der Annahme ausfallrisikobehafteter Fremdkapitalbestände („Debt Beta“) auf Basis des Verhältnisses von Fremdkapital zum Marktwert des Eigenkapitals vorgenommen.

Im Rahmen der Ertragswertberechnung ist dann der unverschuldete Betafaktor periodenspezifisch anhand des Verschuldungsgrads wieder anzupassen (so genanntes „**Relevern**“).

Originärer Betafaktor und/oder Peer Group Betafaktor

Für börsennotierte Unternehmen – wie die Vonovia SE – kann grundsätzlich ein unternehmens-eigener bzw. „originärer“ Betafaktor unmittelbar aus Kapitalmarktdaten ermittelt werden. Der originäre Betafaktor wird bei Vorliegen aussagekräftiger Werte in der Rechtsprechung als Ausgangspunkt für den anzusetzenden Betafaktor gesehen.²¹³

²¹² Vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 101 (BeckRS); OLG Frankfurt, 27. August 2020, 21 W 59/19, Tz. 50 (BeckRS); LG Hamburg, 26. September 2019, 412 HKO 156/16, Beschlusstext S. 35; LG Stuttgart, 24. September 2018, 42 O 49/16, Beschlusstext S. 28; LG München I, 28. April 2017, 5 HK O 26513/11, S. 21 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13, Tz. 58 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 23. Juli 2015, 12a W 4/15, Tz. 66 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 51 (juris).

²¹³ Vgl. OLG Frankfurt a.M. v. 18.12.2014 – 21 W 34/12, AG 2015, 241 = juris Rz. 83; inhaltlich auch OLG Karlsruhe v. 12.9.2017 – 12 W 1/17, BeckRS Rz. 76 f.

Korrespondierend zur zeitlichen Abgrenzung des Börsenkurses ist nach der herrschenden Auffassung in der Bewertungs- und Rechtspraxis ein unternehmenseigener Betafaktor aufgrund beobachteter Kurse im Zeitraum nach der Bekanntgabe bzw. dem Bekanntwerden der Strukturmaßnahme (hier: beabsichtigter Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag) grundsätzlich ungeeignet. Vielmehr muss die Messperiode für die Ermittlung des **unternehmenseigenen Betafaktors** (spätestens) am **Tag der Bekanntmachung der Maßnahme** enden.²¹⁴

Bei mangelnder Aussagekraft des originären Betafaktors sowie auch zu Plausibilisierungszwecken wird in der Praxis zur Ableitung des operativen Geschäftsrisikos des zu bewertenden Unternehmens auf eine Vergleichsgruppe internationaler börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) abgestellt. Dieses Vorgehen wird auch von der Rechtsprechung anerkannt.²¹⁵ Dies gilt auch hinsichtlich des Einbezugs ausländischer Unternehmen.²¹⁶

Originärer Betafaktor der Vonovia SE

Die Ermittlung des originären Betafaktors der Vonovia SE haben wir, basierend auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg, mit einem Analysezeitraum von zwei Jahren sowie wöchentlichen Renditen durchgeführt. Daneben haben wir entsprechend üblicher Praxis den originären Betafaktor für einen Fünfjahreszeitraum bei monatlicher Renditebeobachtung erhoben. Wir haben unserer Analyse für beide Zeitraum-Intervall-Kombinationen sowohl einen breiten lokalen Vergleichsindex (CDAX) als auch einen breiten globalen Index (MSCI World Total Return Index) zugrunde gelegt.

²¹⁴ Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.115; OLG Karlsruhe, 13. Mai 2013, 12 W 77/07 (13), Tz. 36 (juris); LG Hannover, 2. März 2016, 13 O 191/09, Beschlusstext S. 31; LG Düsseldorf, 3. September 2014, 33 O 55/07, Tz. 145 (juris).

²¹⁵ Vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 99 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13, Tz. 56 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 51 f. (juris); OLG Karlsruhe, 22. Juni 2015, 12a W 5/15, Tz. 60 (juris).

²¹⁶ Vgl. Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 30; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 142 (BeckRS); OLG Stuttgart, 3. April 2020, 20 W 2/17, Beschlusstext S. 25; OLG Hamburg, 18. September 2015, 13 W 44/14, Beschlusstext S. 12; OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10, Tz. 64 (juris); OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 2/07, Tz. 224 (juris); OLG Düsseldorf, 27. Mai 2009, 26 W 5/07, Beschlusstext S. 43.

Die Ergebnisse dieser Berechnungen werden in der folgenden Tabelle zusammengefasst:

Zeitraum	Intervall	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Zwei Jahre	Wöchentlich	CDAX Index	1,32	1,21	0,40	0,37
		GDUEACWF Index*	1,51	1,34	0,46	0,41
Fünf Jahre	Monatlich	CDAX Index	0,92	0,95	0,45	0,46
		GDUEACWF Index*	1,01	1,01	0,49	0,49

*MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die über die betrachteten Zeiträume erhobenen unverschuldeten Betafaktoren (raw) liegen in einer **Bandbreite zwischen 0,40 und 0,49**.

Die erhobenen originären Betafaktoren sind alle statistisch signifikant. Auch weist die Aktie der Vonovia SE durchgehend eine sehr hohe Liquidität auf (vgl. Abschnitt 4.3. b)).

Gutachterliche Ableitung des unverschuldeten Betafaktors der Vonovia SE

In einer Gesamtschau haben wir für die Vonovia SE gutachterlich einen unverschuldeten Betafaktor in Höhe von **0,44** angesetzt.

c) Wachstumsabschlag

Methodische Überlegungen zum Wachstumsabschlag

Ursachen und Abbildung des Wachstums finanzieller Überschüsse

Als Quellen des Wachstums finanzieller Überschüsse lassen sich rein realwirtschaftliche Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren im Sinne eines **operativen Wachstums** (Kapazitätsoptimierungen und Kapazitätserweiterungen) sowie rein nominale, d. h. durch Preisveränderungen bedingte Entwicklungen (**preisbedingtes Wachstum**) abgrenzen. Zusätzlich sind

steuerlich bedingte Effekte, z. B. aus der differenzierten Besteuerung von Gewinneinbehaltungen und Ausschüttungen, gesondert zu berücksichtigen.²¹⁷

In dem Planungszeitraum ist das erzielbare Wachstum in den erwarteten Entwicklungen der Erträge und Aufwendungen sowie der Bilanzposten reflektiert. Auch in den Geschäftsjahren der **ewigen Rente** werden sich die Posten der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnungen und somit auch die aus den Planungen ableitbaren Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum der Gesellschaft lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden.

Ausgehend von den vorstehend genannten Ursachen des Wachstums finanzieller Überschüsse ist zunächst die Frage zu klären, welche Effekte hiervon im Wachstumsabschlag zu berücksichtigen sind.

Ursachen des Wachstums der finanziellen Überschüsse			
Kapazitätsoptimierung	Kapazitätserweiterung	inflationsbedingtes Wachstum	
Berücksichtigung in der Detailplanungsphase	direkte Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung	keine direkte Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung	finanzielle Überschüsse wachsen mit der unternehmensspezifischen Inflationsrate
		Dividend Discount Model	Ertragswertverfahren
Berücksichtigung im Wachstumsabschlag			
Nein	Nein	Ja (Gesamtwachstumsrate)	Ja

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 1028, Kap. A, Tz. 451.

In der ewigen Rente wird zumeist von einer expliziten Abbildung von Kapazitätsoptimierungen abgesehen. Im Hinblick auf die Berücksichtigung von Kapazitätserweiterungen sind mit dem Ertragswertverfahren und dem Dividend Discount Model zwei alternative Modelle zu unterscheiden, die bei konsistenten Annahmen zum selben Wert führen.

Beim **Ertragswertverfahren** nach IDW S 1 i.d.F. 2008 bestehen die zu diskontierenden Nettoeinnahmen nachhaltig nicht nur aus dem Wertbeitrag aus Ausschüttungen, sondern auch aus dem Wertbeitrag aus Thesaurierungen. In der ewigen Rente erwartete Kapazitätserweiterungen als Resultat von Thesaurierungen bzw. thesaurierungsbedingte Wachstumseffekte werden

²¹⁷ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 441 ff.

demnach durch eine direkte Zurechnung als Wertbeitrag aus Thesaurierung erfasst, so dass hierfür kein Wachstumsabschlag erforderlich ist.²¹⁸

Aufgrund der mit Ausnahmen der notwendigen Thesaurierung für das Wachstum des wirtschaftlichen Eigenkapitals vollständigen Zurechnung der finanziellen Überschüsse (sog. fiktive Vollausschüttung) bildet der Wachstumsabschlag im Ertragswertverfahren primär das **inflations- bzw. preisbedingte Wachstum** der finanziellen Überschüsse in der ewigen Rente ab;²¹⁹ maßgeblich ist die unternehmensspezifische Wachstumsrate des zu bewertenden Unternehmens.

Beim **Dividend Discount Model** wird dagegen in der ewigen Rente nur der Dividendenanteil, kapitalisiert. Es kommt demnach nicht zu einer direkten Zurechnung des Wertbeitrags aus Thesaurierungen. Dieser verbleibende Teil des Ausschüttungspotentials wird im Unternehmen zur Innenfinanzierung bzw. zur Wachstumsthesaurierung verwendet und liefert einen zusätzlichen Wachstumseffekt. Insofern sind die aus der Thesaurierung resultierenden zusätzlichen Wachstumseffekte in Gestalt einer „Gesamtwachstumsrate“ zu berücksichtigen.

Nach dem Dividend Discount Model ergibt sich der zum Ertragswertverfahren wertäquivalente Unternehmenswert zu Beginn der ewigen Rente nach dem folgenden Zusammenhang:²²⁰

$$V_t = \frac{(ZdE_{t+1} - WbT_{t+1})}{r_{EK} - w}$$

mit:

V_t = Ertragswert zu Beginn der ewigen Rente, ZdE_{t+1} = Zu diskontierendes Ergebnis im ersten Rentenjahr, WbT_{t+1} = Wertbeitrag aus Thesaurierung im ersten Rentenjahr, r_{EK} = nachhaltige Eigenkapitalkosten, w = Gesamtwachstumsrate.

Durch Umstellen des Zusammenhangs kann die Gesamtwachstumsrate wie folgt dargestellt werden:

$$w = r_{EK} - \frac{(ZdE_{t+1} - WbT_{t+1})}{V_t}$$

²¹⁸ Vgl. OLG Düsseldorf, 20. April 2023, 26 W 8/20, Tz. 40 (BeckRS); OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, Tz. 119 (BeckRS).

²¹⁹ Vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 105 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 147 (BeckRS).

²²⁰ Vgl. dazu auch Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349, 357.

Diese **Gesamtwachstumsrate** bildet neben den unternehmensspezifischen Preissteigerungen auch das thesaurierungsbedingte Wachstum ab.²²¹

Gewinnwachstumsrate

In empirischen Studien zum historischen Gewinnwachstum werden Durchschnittswerte über begrenzte Zeiträume in der Vergangenheit über verschiedene Unternehmen aus unterschiedlichsten Branchen gebildet. Neben einer teilweise nur mangelnden Vergleichbarkeit der dort enthaltenen Unternehmen mit dem jeweiligen Bewertungsobjekt ist zu beachten, dass die angegebenen Wachstumsraten regelmäßig nicht nur das Resultat rein inflationsbedingter Erhöhungen der finanziellen Überschüsse sind, sondern zu einem wesentlichen Teil auch das Ergebnis von sogenannten thesaurierungsbedingten bzw. durch Erweiterungen der Unternehmenskapazität begründeten Gewinnsteigerungen umfassen.²²² Das am Markt beobachtbare Gewinnwachstum ist bewertungstechnisch nicht mit der Wachstumsrate in der ewigen Rente gleichzusetzen, weil bei Unternehmen Akquisitionen, Verkäufe und Zusammenschlüsse vorgenommen werden und insbesondere neues Kapital der Gesellschaft zugeführt wird.²²³

Schieszl/Bachmann/Amman²²⁴ gelangen bei der notwendigen **Thesaurierungsbereinigung** von Unternehmensgewinnen über den Zeitraum von 1972 bis 2011 zu Wachstumsraten zwischen rund 0 % und 2 % bzw. typischerweise zu preisbedingten Wachstumsraten von unter 2 %. Emmert/Becker/Suerbaum²²⁵ gelangen nach einer **Bereinigung um Mengen- oder Thesaurierungseffekte** für einen Zeitraum von 1998 bis 2020 zu einer rechnerischen Überwälzbarkeit der durchschnittlichen gewichteten Inflationsrate zwischen 54 % und 69 % des operativen Gewinnwachstums. Große Kapitalgesellschaften und Großunternehmen können hiernach im Median etwas mehr als 50 % der gewichteten Inflationsrate weitergeben. Bei einer langfristigen Inflationserwartung von rund 2,0 % würden die Wachstumsabschläge in einer Bandbreite von 0,5 % bis 2,0 % bestätigt.²²⁶ Entsprechend wird regelmäßig davon ausgegangen, dass der Wachstumsabschlag unter der allgemeinen Inflationsrate liegt.²²⁷

Dies liegt daran, dass auch die Beteiligung an einem Unternehmen **nicht völlig inflationssicher**

²²¹ Vgl. OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, Tz. 119 (BeckRS).

²²² Vgl. OLG Stuttgart, 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Tz. 83 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 63 (juris); LG München I, 27. November 2019, 5 HK O 6321/14, Beschlusstext S. 242 ff.; OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11, Tz. 89 (juris).

²²³ Vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 63 (juris).

²²⁴ Vgl. Schieszl/Bachmann/Amman, Das Wachstum der finanziellen Überschüsse in der Unternehmensbewertung, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2015, S. 699, 715.

²²⁵ Vgl. Emmert/Becker/Suerbaum, WPg 2023, S. 877, 882.

²²⁶ Vgl. Emmert/Becker/Suerbaum, WPg 2023, S. 877, 884 f.

²²⁷ Vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 247; WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 127; OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 106 (BeckRS).

ist.²²⁸ Der Wachstumsabschlag bezweckt auch nicht einen unbedingten Inflationsausgleich.²²⁹ Bereits dem Grunde nach wird sich das Management bei der Preissetzung nicht an der **konsumorientierten allgemeinen Inflationsrate** (z. B. gemessen anhand des Verbraucherpreisindex für sämtliche Waren und Dienstleistungen des privaten Bedarfs) orientieren,²³⁰ sondern das unternehmensspezifische Geschäftsmodell im Fokus haben. Klarstellend ist darauf hinzuweisen, dass in dem **Inflationsziel der EZB** die unternehmensspezifische Inflation nicht hinreichend abgebildet ist.²³¹ Ein genereller Ansatz in Höhe des Inflationsziels ist somit nicht sachgerecht.

Wachstum der finanziellen Überschüsse

Im Zusammenhang mit der Ermittlung des Wachstumsabschlags ist zu betonen, dass es hierbei primär nicht um die Erhöhung von Umsatzerlösen oder die Erhöhung von Aufwendungen geht, sondern um die Wirkung der preisänderungsbedingten unternehmensspezifischen Inflationsrate auf die Saldogröße finanzieller Überschuss, d. h. das **Wachstum der Ergebnisse**.²³²

Unternehmensspezifische Wachstumsrate

Grundsätzlich ist für die Wachstumsaussichten neben der allgemeinen Entwicklung der Branche auch die Wettbewerbsposition des zu bewertenden Unternehmens zu berücksichtigen. Da der Wachstumsabschlag angibt, mit welcher durchschnittlichen Steigerung des Gewinns in der ewigen Rente gerechnet wird, können die Wachstumsraten des operativen Ergebnisses innerhalb des Detailplanungszeitraums nicht ohne weiteres als Wachstumsabschlag beim Kapitalisierungszins verwendet werden.²³³

Ohne Anspruch auf Vollständigkeit können je nach Einzelfall das (forschungsintensive) Geschäftsmodell,²³⁴ die langfristige Markt- und Branchenentwicklung,²³⁵ die zu erwartende

²²⁸ Vgl. OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, Tz. 26 (juris); OLG Düsseldorf, 11. April 1988, 19 W 32/86, WM 1988, S. 1052, 1059; OLG Düsseldorf, 12. Februar 1992, 19 W 3/91, AG 1992, S. 200, 204.

²²⁹ Vgl. OLG Düsseldorf, 13. September 2021, 26 W 1/19, Tz. 77 (BeckRS); OLG Stuttgart, 11. Januar 2021, 20 W 10/19, Tz. 67 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 70 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 12. September 2017, 12 W 1/17, Tz. 83 (BeckRS).

²³⁰ Vgl. OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Tz. 119 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 147 (BeckRS).

²³¹ Vgl. OLG München, 19. Januar 2022, 31 Wx 366/17, Beschlusstext S. 29; OLG Düsseldorf, 13. September 2021, 26 W 1/19, Tz. 77 (BeckRS); LG München I, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22, Beschlusstext S. 73; LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 82; LG München I, 31. Juli 2015, 5 HK O 16371/13, Tz. 325 (juris).

²³² Vgl. OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, Tz. 119 (BeckRS); OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 78 (BeckRS); OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 222 (juris).

²³³ Vgl. OLG München, 15. Dezember 2020, 31 Wx 299/16, Beschlusstext S. 16; OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 62 (juris).

²³⁴ Vgl. OLG Düsseldorf, 25. Mai 2016, 26 W 2/15, Tz. 70 (BeckRS).

²³⁵ Vgl. OLG Karlsruhe, 1. April 2015, 12a W 7/15, Tz. 113 (juris); OLG Düsseldorf, 25. Mai 2016, 26 W 2/15, Tz. 70 (BeckRS).

Veränderung der Wettbewerbssituation,²³⁶ demographische Rahmenbedingungen,²³⁷ mögliche regulatorische Änderungen,²³⁸ hohe Wettbewerbsintensität,²³⁹ Rationalisierungsanforderungen und Preisdruck,²⁴⁰ Konkurrenzdruck²⁴¹ oder die vorliegende und zu erwartende Kundenstruktur²⁴² Einfluss auf die Höhe der unternehmensspezifischen Wachstumsrate haben.

Begründung der Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate

Da der Wachstumsabschlag angibt, mit welcher durchschnittlichen Steigerung des Gewinns in der ewigen Rente gerechnet wird, können die Wachstumsraten des operativen Ergebnisses innerhalb des Detailplanungszeitraums sowie der Übergangsphase nicht ohne weiteres als Wachstumsabschlag beim Kapitalisierungszins verwendet werden.²⁴³

Ausgangspunkt möglicher Wachstumsabschläge ist die erwartete durchschnittliche Preissteigerung. Als Anhaltspunkte werden in der folgenden Übersicht die aktuellen Prognosen von Bankanalysten sowie des Internationalen Währungsfonds über die Entwicklung der Verbraucherpreise in Deutschland, die aus der Verzinsung inflationsgestützter deutscher Staatsanleihen abgeleitete Inflationserwartung sowie aktuelle Prognosen der EZB zur Inflationserwartung in der Eurozone dargestellt.

²³⁶ Vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 83 (BeckRS).

²³⁷ Vgl. OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 62.

²³⁸ Vgl. OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 62; OLG Karlsruhe, 1. April 2015, 12a W 7/15, Tz. 113 (juris).

²³⁹ Vgl. OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Tz. 122 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 175 (BeckRS).

²⁴⁰ Vgl. OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 78 (BeckRS).

²⁴¹ Vgl. OLG Frankfurt, 27. September 2019, 21 W 64/14, Beschlusstext S. 26.

²⁴² Vgl. OLG Frankfurt, 18. Dezember 2014, 21 W 34/12, Tz. 107 (juris).

²⁴³ Vgl. OLG München, 15. Dezember 2020, 31 Wx 299/16, Beschlusstext S. 16; OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 62 (juris).

Schätzungen von Bankanalysten - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland	
--	--

2024	
Untergrenze der Schätzungen	2,1%
Obergrenze der Schätzungen	2,6%
Gewichteter Durchschnitt	2,4%
2025	
Untergrenze der Schätzungen	1,1%
Obergrenze der Schätzungen	2,5%
Gewichteter Durchschnitt	2,0%
2026	
Untergrenze der Schätzungen	0,8%
Obergrenze der Schätzungen	3,0%
Gewichteter Durchschnitt	1,9%

Schätzungen des Internationalen Währungsfonds - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland	
--	--

2024	2,4%
2025	2,0%
2026	2,0%
2027	2,0%
2028	2,0%
2029	2,0%

Schätzungen der Europäischen Zentralbank - ECB staff projections	
---	--

2024	2,5%
2025	2,2%
2026	1,9%

Inflationserwartung abgeleitet aus der Verzinsung inflationsgeschützter deutscher Staatsanleihen	
---	--

10-jährige Staatsanleihen	1,76%
25-jährige Staatsanleihen	1,93%

Quelle: Bloomberg, Internationaler Währungsfonds.

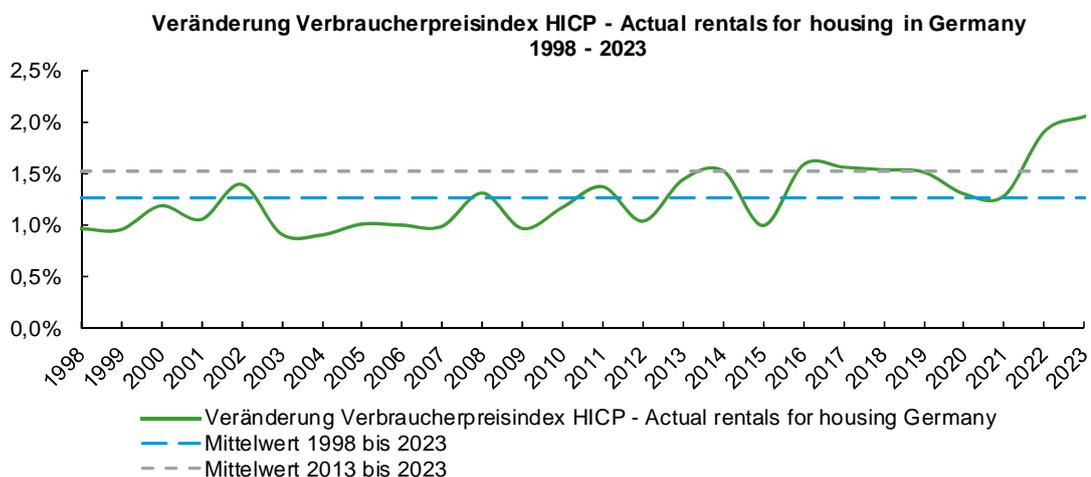
Die dargestellten Inflationserwartungen zeigen über die nächsten Jahre moderatere Inflationsraten von rund 2 % oder knapp darüber. Die EZB prognostiziert für das Jahr 2025 für die Eurozone

eine Preissteigerung in Höhe des Inflationsziel von rund 2,0 %. Der Internationale Währungsfonds erwartet ab dem Jahr 2025 in Deutschland eine Veränderung des Verbraucherpreisindex in Höhe von 2,0 %.

Grundsätzlich ist für die Wachstumsaussichten neben der allgemeinen Entwicklung der Branche auch die Wettbewerbsposition bzw. insbesondere die erwartete langfristige preisbedingte Entwicklung auf dem Wohn- und Investmentmarkt zu berücksichtigen.

Es kann davon ausgegangen werden, dass die Wohnungsnachfrage noch über einen längeren Zeitraum relativ hoch bleibt. Dies wirkt sich grundsätzlich positiv auf die Mietentwicklung aus. Längerfristig wird allerdings im Hinblick auf die Bevölkerungsentwicklung eher von einem stabilen Niveau ausgegangen, was sich auf die Wohnungsnachfrage dämpfend auswirken sollte.

Ergänzend haben wir eine Analyse längerfristiger Mietsteigerungsraten vorgenommen. Dazu wird in der folgenden Übersicht die Entwicklung der Mieten in Deutschland über den Zeitraum 1998 bis 2023 anhand der Veränderung des Verbraucherpreisindex HICP – Actual rentals for housing in Germany – dargestellt.



Quelle: EZB Datenportal, Veränderung Verbraucherpreisindex HICP - Actual rentals for housing in Germany.

Demnach waren in der jüngeren Vergangenheit nahe bzw. leicht über 2,0 % liegende Mieterhöhungen zu beobachten. Längerfristige Durchschnitte zwischen 1998 bis 2023 bzw. 2013 bis 2023 zeigen allerdings Mieterhöhungen von (lediglich) rund 1,3 % bzw. 1,5 %.

Kostenseitig sahen sich Immobilienunternehmen insbesondere in den vergangenen Jahren mit deutlichen Baukostensteigerungen konfrontiert. Darüber hinaus kann davon ausgegangen

werden, dass sich die regulatorischen Rahmenbedingungen eher restriktiv auf die Entwicklung der Gewinne von Immobilienunternehmen auswirken. Insofern kann nicht ohne weiteres davon ausgegangen werden, dass sämtliche kostenseitigen Preissteigerungen vollständig an die Mieter bzw. Immobilienkäufer weitergegeben werden können.

Unter Berücksichtigung des Geschäftsmodells, der Wettbewerbssituation sowie den längerfristigen Aussichten auf dem Wohn- und Investmentmarkt haben wir einen **nachhaltigen Wachstumsabschlag von 1,5 %** bei der Bewertung der Vonovia-Gruppe angesetzt. Die Gesamtwachstumsrate nach dem Dividend Discount Model (vgl. oben) beträgt vorliegend 3,8 %.

d) **Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes**

Die Herleitung der periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze sind auf nachfolgender Seite dargestellt.

Entsprechend der Darstellung der Erfolgsrechnung (vgl. Abschnitt 5.2. i)) haben wir ab 2035 ff. den Kapitalisierungszinssatz wertgleich (annuitätisch) angesetzt. Hierbei haben wir ab dem Jahr 2035 einen wertgleich (annuitätisch) ermittelten konstanten verschuldeten Betafaktor bzw. Verschuldungsgrad berücksichtigt.

5.4. Bewertung der Vonovia-Gruppe

a) Ermittlung des Ertragswerts

Auf der Basis des auf die Aktionäre der Vonovia SE entfallenden Ergebnisses und unter Anwendung der erläuterten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze ergibt sich der Ertragswert der Vonovia-Gruppe auf den technischen Stichtag (1. Januar 2025) wie auf der folgenden Seite dargestellt.

Die Einlagen spiegeln insbesondere die Aktiendividenden wider. Zudem wird im Jahr 2028 eine Kapitalerhöhung abgebildet.

Die für die Jahre 2035 ff. dargestellten Nettoeinnahmen stellen eine wertgleiche (annuitätische) Verdichtung der Übergangsphase sowie des nachhaltigen Ergebnisses dar (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 55). Die für das Jahr 2035 dargestellten Einlagen spiegeln den wertgleich (annuitätisch) ermittelten Betrag der Einlagen der Jahre 2035 bis 2044 wider. Im Terminal Value werden keine weiteren Einlagen abgebildet.

	Detailplanungsphase												TV 2035 ff.								
	2025		2026		2027		2028		2029		2030			2031		2032		2033		2034	
	Plan	EUR Mio.	Plan	EUR Mio.	Plan	EUR Mio.	Plan	EUR Mio.	Plan	EUR Mio.	Plan	EUR Mio.		Plan	EUR Mio.						
Periodenerg. nach nicht beh. Ant.	1.376,9	1.550,8	1.747,4	1.762,3	1.883,5	1.902,5	1.888,5	1.916,7	1.957,5	2.008,6	2.248,2										
Innenfinanzierung/Wachstumsthesaurierung	-480,6	-598,1	-665,1	-635,5	-713,1	-709,3	-644,5	-638,8	-612,6	-599,5	-195,6										
Auskehrungspotential (1)	896,3	952,7	1.082,3	1.126,8	1.170,4	1.193,2	1.244,1	1.277,9	1.344,8	1.409,0	2.052,6										
Wertbeitrag aus Ausschüttung	896,3	952,7	1.082,3	1.126,8	1.170,4	1.193,2	1.244,1	1.277,9	1.344,8	1.409,0	1.249,0										
Dividendenbesteuerung (2)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	206,8										
Wertbeitrag aus Thesaurierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	803,6										
Veräußerungsgewinnbesteuerung (3)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	174,6										
Einlagen (4)	448,2	476,4	541,1	2.401,6	585,2	596,6	622,0	638,9	672,4	704,5	219,6										
Nettoeinnahmen (1) - (2) - (3) - (4)	448,2	476,4	541,1	-1.274,8	585,2	596,6	622,0	638,9	672,4	704,5	1.451,7										
Kapitalisierungszinssatz	6,11%	6,11%	6,15%	6,19%	6,14%	6,18%	6,07%	5,94%	5,94%	5,79%	3,66%										
Barwertfaktor	0,9424	0,8881	0,8367	0,7879	0,7424	0,6992	0,6591	0,6222	0,5873	0,5552	15,1608										
Barwerte	422,4	423,1	452,8	-1.004,5	434,4	417,1	410,0	397,6	394,9	391,1	22.008,9										
Ertragswert zum 1. Januar 2025	24.747,8																				

b) Sonderwerte der Vonovia-Gruppe

Die Vonovia-Gruppe hält zum Bewertungsstichtag diverse nicht vollkonsolidierte Beteiligungen, für die keine Beteiligungserträge in der Planungsrechnung enthalten sind.

Diese Beteiligungen haben wir grundsätzlich als Sonderwert mit dem Maximum aus Buchwert und vereinfachtem Ertragswert angesetzt. Da eine Veräußerung der Beteiligungen nicht beabsichtigt ist, haben wir auf eine Belastung der jeweils zugehörigen Sonderwerte mit Unternehmenssteuern aus einer (fiktiven) Veräußerung verzichtet.

Nach der Equity-Methode bilanzierte Finanzanlagen: Zum 30. September 2024 umfassen die nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen einen Buchwert von EUR 213,3 Mio. Im Wesentlichen enthalten sind die Beteiligungen an der Gropyus AG, Wien/Österreich, sowie der QUARTERBACK-Gruppe. Die Beteiligungen an der QUARTERBACK-Gruppe, für die in der Planungsrechnung der vollständige Ankauf bis Ende 2024 abgebildet wird, werden innerhalb der Planungsrechnung abgebildet. Darüber hinaus werden die durch die Vonovia-Gruppe nach dem 30. September 2024 erworbenen nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen berücksichtigt.

Nicht konsolidierte verbundene Unternehmen: Nicht konsolidierte verbundene Unternehmen sind die 100-%-Beteiligungen an der Dr. Schönberger GmbH, Erfurt, sowie an der NEARBYK GmbH, Bochum.

Übrige Beteiligungen: Zum 30. September 2024 umfassen die übrigen Beteiligungen einen Buchwert von EUR 260,6 Mio. (darunter mit EUR 182,7 Mio. eine Beteiligung an der Vesteda). Für die zum 30. September 2024 noch bestehenden Beteiligungen an der QUARTERBACK-Gruppe haben wir keinen Sonderwert angesetzt (vgl. oben).

Der Beteiligungsbuchwert der Beteiligung an der AVW liegt nahe null und spiegelt demnach nicht den erwarteten Wertbeitrag der – innerhalb des Adjusted EBITDA Value-add erfassten Beteiligungserträge – wider. Daher haben wir den Wertbeitrag der AVW über den Einbezug der geplanten Beteiligungserträge bei der Ertragswertermittlung erfasst. Insoweit scheidet eine Berücksichtigung als Sonderwert aus.

Anhaltspunkte für die Existenz von zusätzlich zu berücksichtigenden Sachverhalten, z. B. nicht betriebsnotwendiger Vermögensteile, liegen nicht vor.

Vorliegend haben wir die Sonderwerte für die Beteiligungen in folgender Höhe angesetzt:

	EUR Mio.
Übrige Beteiligungen	245,0
Nicht konsolidierte verbundene Unternehmen	4,5
Nach der Equity-Methode bilanzierte Finanzanlagen	282,8
Sonderwert	532,2

c) Unternehmenswert

Zum 23. Januar 2025 ergibt sich für die Vonovia-Gruppe folgender Unternehmenswert:

	EUR Mio.
Ertragswert zum 1. Januar 2025	24.747,8
Sonderwert	532,2
Unternehmenswert zum 1. Januar 2025	25.280,1
Aufzinsungsfaktor	1,0037
Unternehmenswert zum 23. Januar 2025	25.374,7
Anzahl der Aktien (in Stück)	822.852.925
Wert je Aktie in EUR zum 23. Januar 2025	30,84

5.5. Vergleichsorientierte Bewertung

Zur Ableitung der Multiplikatoren der Peer-Group-Unternehmen sowie der Vonovia SE greifen wir auf Analystenschätzungen des EBITDA zurück. Die durchschnittlichen Schätzungen dienen als Maß für die EBITDA-Erwartung, die der Kapitalmarkt bei der Bewertung der Peer-Group-Unternehmen sowie der Vonovia SE zu Grunde legt.

Für die Vergleichsunternehmen sowie die Vonovia SE ergeben sich folgende EBITDA Multiplikatoren:

Unternehmen	EBITDA-Multiples		
	2024	2025	2026
LEG	26,7	25,9	24,9
TAG	24,5	22,7	20,8
GCP	21,5	21,4	21,0
Vonovia SE	27,7	27,1	26,0
Minimum	21,5	21,4	20,8
Mittelwert	25,1	24,3	23,2
Maximum	27,7	27,1	26,0

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

In der nachfolgenden Tabelle sind die Erfolgsgrößen dargestellt, die der vergleichenden Marktbewertung zugrunde gelegt wurden. Weiterhin sind die Wertbandbreiten, die sich für den Enterprise Value (Marktwert des Gesamtkapitals) und den Equity Value (Marktwert des Eigenkapitals) der Vonovia-Gruppe ergeben, aufgezeigt. Bei der Überleitung auf den Marktwert des Eigenkapitals haben wir das verzinsliche Fremdkapital und die Minderheitenanteile abgezogen sowie die Sonderwerte addiert.

Es ergeben sich für die Jahre 2024 bis 2026 folgende Werte:

	2024	2025	2026
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.
Ergebnisgröße	2.645,0	2.741,1	2.963,9
Gesamtunternehmenswert - Minimum	56.795,5	58.693,8	61.724,3
Gesamtunternehmenswert - Mittelwert	66.425,8	66.514,4	68.718,1
Gesamtunternehmenswert - Maximum	73.382,0	74.157,7	77.137,7
+ Sonderwert	532,2	532,2	532,2
- Summe verzinsliches (Netto-)Fremdkapital	38.452,2	38.452,2	38.452,2
- Eigenkapital Minderheiten	4.108,5	4.108,5	4.108,5
- Verbindlichkeiten gegenüber nicht beherr. Anteilseignern	194,9	194,9	194,9
Eigenkapitalwert - Minimum	14.572,2	16.470,5	19.501,1
Eigenkapitalwert - Mittelwert	24.202,5	24.291,1	26.494,8
Eigenkapitalwert - Maximum	31.158,7	31.934,5	34.914,5
Anzahl Aktien	822.852.925	822.852.925	822.852.925
Wert je Aktie in EUR - Minimum	17,71	20,02	23,70
Wert je Aktie in EUR - Mittelwert	29,41	29,52	32,20
Wert je Aktie in EUR - Maximum	37,87	38,81	42,43

Quelle: Eigene Berechnungen.

Auf Basis der EBITDA-Multiplikatoren der Peer Group sowie der Vonovia SE ergibt sich eine Bandbreite für den Wert je Aktie der Vonovia SE zwischen EUR 17,71 und EUR 42,43. Die Mittelwerte liegen zwischen EUR 29,41 und EUR 32,20 je Aktie.

Als Ergebnis dieser Plausibilisierungsüberlegungen ist festzustellen, dass der fundamentale, nach IDW S 1 i.d.F. 2008 abgeleitete Unternehmenswert innerhalb der Bandbreite der Marktbewertungen basierend auf den Multiplikatoren der Peer-Group-Unternehmen sowie der Vonovia SE liegt.

6. Unternehmensbewertung der Deutsche Wohnen-Gruppe unter Berücksichtigung des IDW S 1

6.1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse

a) Allgemeines

Für allgemeine Ausführungen verweisen wir auf Abschnitt 5.1. a).

b) Vermögenslage

Nachfolgend wird die Vermögenslage der Deutsche Wohnen-Gruppe zu den Abschlussstichtagen der Geschäftsjahre 2022 und 2023 entsprechend den geprüften Konzernjahresabschlüssen nach IFRS sowie die Zwischenbilanz zum 30. September 2024 nach IFRS dargestellt.

Die folgende Übersicht zeigt die **Aktiva** nach IFRS:

	Dez. 22 Ist	Dez. 23 Ist	Sep. 24 Ist
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	164,8	0,5	0,4
Sachanlagen	219,6	151,5	148,0
Investment Properties	27.301,9	23.021,5	22.532,2
Finanzielle Vermögenswerte	811,4	561,6	90,7
Nach der Equity-Methode bilanzierte Finanzanlagen	208,0	126,3	100,5
Sonstige Vermögenswerte	214,9	203,9	109,2
Latente Steueransprüche	0,2	1,1	1,1
Langfristige Vermögenswerte	28.920,8	24.066,4	22.982,1
Vorräte	13,6	2,7	2,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	30,0	140,3	57,8
Finanzielle Vermögenswerte	1.019,0	686,1	726,6
Sonstige Vermögenswerte	247,6	391,1	429,0
Laufende Ertragsteueransprüche	187,1	145,6	114,9
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	184,3	157,1	472,0
Immobilienvorräte	926,0	752,6	800,9
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte	2,4	74,0	280,3
Vermögenswerte d. aufgegebenen Geschäftsbereiche	0,0	770,1	693,1
Kurzfristige Vermögenswerte	2.610,0	3.119,6	3.576,9
Aktiva	31.530,8	27.186,0	26.559,0

Die **immateriellen Vermögenswerte** beinhalten zum 31. Dezember 2023 und zum 30. September 2024 Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte, Lizenzen und ähnliche Rechte in lediglich unwesentlichem Umfang. Der erhebliche Rückgang der immateriellen Vermögenswerte zum 31. Dezember 2023 ist im Wesentlichen durch die Umbuchung des Geschäfts- oder Firmenwerts, der auf den Bereich Pflege entfällt, in die Vermögenswerte der aufgegebenen Geschäftsbereiche (vgl. unten) bedingt. Der Geschäfts- oder Firmenwert wurde – innerhalb der Vermögenswerte aus aufgegebenen Geschäftsbereichen – zum 31. Dezember 2023 in voller Höhe (EUR 140,0 Mio.) wertberichtigt.

Die **Sachanlagen** umfassen zum 30. September 2024 technische Anlagen und Maschinen (30. September 2024: EUR 54,4 Mio.), selbst genutzte Immobilien (30. September 2024: EUR 11,7 Mio.) sowie andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung (30. September 2024: EUR 8,5 Mio.). In den Sachanlagen werden auch gemäß IFRS 16 bilanzierte Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen in wesentlichem Umfang aus Wärmelieferverträgen und

Messtechnik sowie in geringem Umfang aus Gewerbemietverträgen (30. September 2024: insgesamt EUR 73,5 Mio.) ausgewiesen. Dazu korrespondierend werden Leasingverbindlichkeiten passiviert. Die Nutzungsrechte werden planmäßig in Abhängigkeit der jeweiligen Nutzungsdauer abgeschrieben. Der Rückgang der Sachanlagen zum 31. Dezember 2023 ist insbesondere getrieben durch Umgliederungen in aufgegebene Geschäftsbereiche sowie durch die Umgliederung von (bislang) selbst genutzten Immobilien in Höhe von EUR 31,5 Mio. in die Investment Properties aufgrund der vorgenommenen Vermietung. Dabei handelt es sich im Wesentlichen um die Zentrale der Deutsche Wohnen SE. Zum 30. September 2024 haben sich die Sachanlagen stabil entwickelt und befinden sich in etwa auf dem Niveau von Ende 2023.

Der wesentliche Aktivposten sind die **Investment Properties**, welche gemäß IAS 40 in Verbindung mit IFRS 13 zum Verkehrswert (Fair Value) bilanziert werden. Die Verringerung der Investment Properties zwischen dem 31. Dezember 2022 und dem 30. September 2024 ist insbesondere auf Wertberichtigungen zurückzuführen, die insbesondere durch die gestiegenen Renditeerwartungen von Immobilienkäufern bedingt sind.

Die Investment Properties enthalten Immobilien, die zur Erzielung von Mieteinnahmen oder zum Zweck der Wertsteigerung gehalten und nicht selbst genutzt oder zum Verkauf im Rahmen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit gehalten werden. Die Investment Properties umfassen unbebaute Grundstücke, Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte mit Bauten und Grundstücke mit Erbbaurechten Dritter sowie Anlagen im Bau. Ebenfalls in den Investment Properties ausgewiesen werden Nutzungsrechte aus bilanzierten Erbbaurechtsverträgen (insgesamt EUR 70,1 Mio. zum 30. September 2024). Die Verkehrswerte des Immobilienportfolios der Deutsche Wohnen-Gruppe werden anhand interner Bewertungen ermittelt und durch externe Gutachten der Gutachtergesellschaft JLL validiert. Für die Pflegeimmobilien wird der beizulegende Zeitwert durch die W&P Immobilienberatung GmbH, Frankfurt am Main, ermittelt.

Die **finanziellen Vermögenswerte** (kurz- und langfristig) enthalten zum 30. September 2024 insbesondere Darlehensforderungen gegenüber der QUARTERBACK-Gruppe in Höhe von EUR 712,0 Mio. Daneben enthalten sind u. a. übrige Beteiligungen in Höhe von EUR 32,7 Mio. sowie Derivate in Höhe von insgesamt rund EUR 27,7 Mio. zum 30. September 2024.

Zum 31. Dezember 2022 enthielten die finanziellen Vermögenswerte zudem ein an die Vonovia SE ausgegebenes Darlehen über nominal EUR 870,0 Mio. Der Rückgang der finanziellen Vermögenswerte zum 31. Dezember 2023 ist insbesondere getrieben durch die (teilweise) Rückzahlung dieses Darlehens. Im Mai 2024 wurde die verbliebene Darlehensforderung durch die Vonovia SE (nominal EUR 320,0 Mio.) vollständig zurückgeführt. Daneben führten die Wertberichtigungen der Forderungen gegenüber der QUARTERBACK-Gruppe zu einem deutlichen Rückgang der finanziellen Vermögenswerte zum 30. September 2024 (vgl. zur Transaktion mit der QUARTERBACK-Gruppe ergänzend auch Abschnitt 5.1. b)). Gegenläufig erhöhten sich die Forderungen gegen Beteiligungen zum 30. September 2024.

Zum 30. September 2024 hält die Deutsche Wohnen-Gruppe Beteiligungen an 16 Gemeinschaftsunternehmen und an sechs assoziierten Unternehmen, die in den **nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen** dargestellt werden. Darunter ist eine 40% Beteiligung an der nicht börsennotierten QUARTERBACK Immobilien AG. Die QUARTERBACK Immobilien AG ist ein in Deutschland auftretender Projektentwickler mit Schwerpunkt im mitteldeutschen Raum, der mit der Deutsche Wohnen-Gruppe im Bereich Development zusammenarbeitet. Der Buchwert der Beteiligung an der QUARTERBACK Immobilien AG wurde zum 30. September 2024 vollständig wertberichtigt. Daneben ist die Deutsche Wohnen-Gruppe insbesondere an elf nicht börsennotierten Finanzbeteiligungen der QUARTERBACK Immobilien AG mit Beteiligungsquoten zwischen 44 % bis 50 % (QUARTERBACK-Objektgesellschaften) beteiligt, die als Gemeinschaftsunternehmen klassifiziert werden. Darüber hinaus hält die Deutsche Wohnen-Gruppe Anteile an zehn weiteren nicht börsennotierten Unternehmen, die von untergeordneter Bedeutung sind und ebenfalls in den nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen ausgewiesen werden. Der Rückgang des Buchwerts der nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen zum 31. Dezember 2023 ist durch das negative Ergebnis aus der Equity-Fortschreibung der QUARTERBACK-Beteiligungen in Höhe von rund EUR 73,2 Mio. getrieben. Daneben ist der Rückgang bedingt durch Veränderungen in der Beteiligungsstruktur. So wurden z. B. im Laufe des Jahres 2023 die Anteile an der B&O Service Berlin GmbH, Berlin, der DWA Beteiligungsgesellschaft mbH, Berlin, der KIWI.KI GmbH, Berlin, sowie die Anteile an der Funk Schadensmanagement GmbH, Berlin, veräußert. Der weitere Rückgang der nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen zum 30. September 2024 resultiert maßgeblich aus der negativen Ergebnisfortschreibung.

In den **sonstigen Vermögenswerten** (kurz- und langfristig) werden geleistete Anzahlungen für Immobilienprojekte (30. September 2024: EUR 406,3 Mio.), Forderungen an Versicherungen (30. September 2024: EUR 25,1 Mio.), Vertragsvermögenswerte aus Betriebskosten (30. September 2024: EUR 4,5 Mio.) sowie übrige sonstige Vermögenswerte (30. September 2024: EUR 102,2 Mio.) ausgewiesen. Die geleisteten Anzahlungen für Immobilienprojekte umfassen die laufenden Projektentwicklungen durch Dritte (sog. Forward Deals). Die Vertragsvermögenswerte aus Betriebskosten zeigen den Überhang aus den unterjährigen Betriebskostenzahlungen und den Anzahlungen von Mietern vor entsprechenden Abrechnungen. Die übrigen sonstigen Vermögenswerte enthalten insbesondere den Anspruch auf die Kaufpreisnachzahlung aus dem laufenden Spruchverfahren im Rahmen des abgeschlossenen Beherrschungsvertrags zwischen der Deutsche Wohnen SE und der GSW Immobilien AG, Berlin (30. September 2024: EUR 69,3 Mio.). Der Anstieg der sonstigen Vermögenswerte zum 31. Dezember 2023 ist überwiegend durch den Anstieg der geleisteten Anzahlungen für Forward Deals bedingt. Der Rückgang zum 30. September 2024 resultiert insbesondere aus einem Rückgang der geleisteten Anzahlungen für Forward Deals.

Die **latenten Steueransprüche** betreffen insbesondere aktive latente Steuern aus Verlustvorträgen sowie temporäre Differenzen.

Die **Vorräte** lagen im betrachteten Vergangenheitszeitraum zwischen EUR 2,3 Mio. im Jahr 2024 und EUR 13,6 Mio. im Jahr 2022 und somit in der jüngeren Vergangenheit auf einem unwesentlichen Niveau.

Die **Forderungen aus Lieferungen und Leistungen** umfassen Forderungen aus dem Verkauf von Bestandsimmobilien und Immobilienvorräten, Forderungen aus Vermietung, Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen sowie Forderungen aus anderen Lieferungen und Leistungen. Der Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zum 31. Dezember 2023 ergibt sich überwiegend aus dem Ausweis von Forderungen aus dem Verkauf von Immobilienvorräten sowie höheren Mietforderungen. Zum 30. September 2024 verringerten sich die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen im Wesentlichen aufgrund des deutlichen Rückgangs der Forderungen aus dem Verkauf von Immobilienvorräten.

Die **laufenden Ertragsteueransprüche** umfassen Forderungen aus Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Kapitalertragsteuer. Der Rückgang der laufenden Ertragsteueransprüche im dargestellten Vergangenheitszeitraum resultiert insbesondere aus dem Erhalt von Erstattungsansprüchen und angepassten Steuervorauszahlungen.

Die **Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente** enthalten Kassenbestände, Schecks und Guthaben bei Kreditinstituten. Der Anstieg der Zahlungsmittel zum 30. September 2024 ist im Wesentlichen auf geringere Tilgungen von finanziellen Verbindlichkeiten sowie ein besseres Periodenergebnis zurückzuführen.

Die **Immobilienvorräte** beinhalten Objekte aus dem verkaufsbezogenen Developmentgeschäft sowie zum Verkauf bestimmte Grundstücke und Gebäude. Die Immobilienvorräte bestehen aus sich noch im Bau befindlichen Immobilien sowie bereits fertiggestellten Immobilien, die noch nicht verkauft wurden.

Die **zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte** beinhalten Immobilien für die bereits notariell beurkundete Kaufverträge geschlossen wurden oder deren Verkauf innerhalb der nächsten zwölf Monate als hochwahrscheinlich eingeschätzt wird. Der deutliche Anstieg der zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte zum 30. September 2024 ist maßgeblich auf den geplanten Verkauf von knapp 1.100 Wohn- und sechs Gewerbeeinheiten zu einem Verkaufspreis von rund EUR 160,0 Mio. zurückzuführen.

Das Management der Deutsche Wohnen-Gruppe hat im Zuge der strategischen Überprüfung entschieden, den Geschäftsbereich Pflege zu verkaufen. Zum 31. Dezember 2023 wird der überwiegende Teil der Vermögenswerte und Schulden des Segments Pflege separat als **aufgegebenen Geschäftsbereich** ausgewiesen. Bis zum 30. September 2024 konnten Pflegeimmobilien mit einem Buchwert von EUR 90,8 Mio. veräußert werden. Die Vermögenswerte und Schulden

des ehemaligen Segments Pflege, die noch nicht veräußert wurden, werden zum 30. September 2024 weiterhin als aufgebener Geschäftsbereich dargestellt.

Die **Passiva** stellen sich nach IFRS wie folgt dar:

	Dez. 22 Ist	Dez. 23 Ist	Sep. 24 Ist
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.
Eigenkapital	16.775,1	13.998,2	13.746,0
Rückstellungen	104,6	63,9	53,4
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	19,4	2,6	2,6
Originäre finanzielle Verbindlichkeiten	8.474,2	8.248,3	6.876,4
Derivate	0,0	7,7	8,4
Verbindlichkeiten aus Leasing	114,1	91,3	83,6
Verbindlichkeiten ggü. nicht beherrsch. Anteilseignern	196,3	181,0	154,7
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0	0,1	4,1
Latente Steuerschulden	4.906,4	3.799,4	3.650,7
Langfristige Schulden	13.815,0	12.394,3	10.833,9
Rückstellungen	110,0	90,4	83,7
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	147,7	174,7	172,6
Originäre finanzielle Verbindlichkeiten	501,7	234,0	1.448,5
Derivate	0,1	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Leasing	14,5	13,8	13,5
Verbindlichkeiten ggü. nicht beherrsch. Anteilseignern	0,0	9,5	4,7
Laufende Ertragsteuern	99,4	92,1	61,0
Sonstige Verbindlichkeiten	67,3	37,0	108,2
Schulden der aufgegebenen Geschäftsbereiche	0,0	142,0	86,9
Kurzfristige Schulden	940,7	793,5	1.979,1
Passiva	31.530,8	27.186,0	26.559,0

Das **Eigenkapital** der Deutsche Wohnen SE umfasst zum 30. September 2024 gezeichnetes Kapital in Höhe von EUR 396,9 Mio., Kapitalrücklagen in Höhe von EUR 4.174,7 Mio., Gewinnrücklagen in Höhe von EUR 8.797,0 Mio., sonstige Rücklagen in Höhe von EUR 2,4 Mio. sowie nicht beherrschende Anteile in Höhe von EUR 375,0 Mio. Der Rückgang des Eigenkapitals im dargestellten Vergangenheitszeitraum resultiert im Wesentlichen aus dem Rückgang der Gewinnrücklagen aufgrund negativer Periodenergebnisse. Darüber hinaus sind die nicht beherrschenden Anteile im dargestellten Vergangenheitszeitraum gesunken.

Die **Rückstellungen** (kurz- und langfristig) enthalten zum 30. September 2024 Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen von rund EUR 47,9 Mio., sonstige Steuerrückstellungen (ohne latente Steuern) von rund EUR 17,3 Mio., Verpflichtungen aus dem Personalbereich in Höhe von rund EUR 1,7 Mio. sowie sonstige übrige Rückstellungen von rund EUR 70,1 Mio. Der Rückgang der Rückstellungen im Jahr 2023 ist insbesondere auf niedrigere Pensionsrückstellungen sowie auf niedrigere Steuerrückstellungen zurückzuführen. Der weitere Rückgang der Rückstellungen zum 30. September 2024 ist im Wesentlichen auf geringere Verpflichtungen aus dem Personalbereich sowie auf geringere sonstige übrige Rückstellungen zurückzuführen.

Die **Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen** (kurz- und langfristig) umfassen noch nicht abgerechnete Lieferungen und Leistungen (30. September 2024: EUR 43,5 Mio.), Verbindlichkeiten aus Vermietung (30. September 2024: EUR 40,3 Mio.) sowie Verbindlichkeiten aus sonstigen Lieferungen und Leistungen (30. September 2024: EUR 91,4 Mio.). Der Anstieg der Verbindlichkeiten aus Vermietung wird von einem Rückgang der Verbindlichkeiten aus sonstigen Lieferungen und Leistungen zum 30. September 2024 nahezu ausgeglichen, sodass die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen zum 30. September nahezu konstant blieben.

Die **originären finanziellen Verbindlichkeiten** (kurz- und langfristig) betreffen insbesondere folgende Finanzierungen:

- **Unternehmensanleihen:** Die Unternehmensanleihen der Deutsche Wohnen SE weisen zum 30. September 2024 einen Nominalwertwert von EUR 1.760,7 Mio. auf. Der durchschnittliche Nominalzinssatz beträgt zum 30. September 2024 1,12 %. Die nächste planmäßige Tilgung soll im Jahr 2025 erfolgen.
- **Hypothekendarlehen:** Zum 30. September 2024 bestehen Hypothekendarlehen in Höhe von rund EUR 4.798,2 Mio. Der Durchschnittszinssatz auf die Nominalverpflichtung der Hypothekendarlehen beträgt zum 30. September 2024 etwa 1,95 %.
- **Inhaber- und Namensschuldverschreibungen:** Die Inhaberschuldverschreibungen haben zum 30. September 2024 einen Nominalwert von EUR 1.260,2 Mio. und einen Durchschnittszinssatz von 1,77 %. Namensschuldverschreibungen bestehen zum 30. September 2024 lediglich in Höhe von rund EUR 475,0 Mio. Der Durchschnittszinssatz beträgt 1,53 %.
- **Schuldscheindarlehen:** Die Schuldscheindarlehen werden durchschnittlich zu 0,80 % verzinst und haben zum 30. September 2024 einen Nominalwert von EUR 50,0 Mio.

Daneben sind in den originären finanziellen Verbindlichkeiten (kurz- und langfristig) Zinsabgrenzungen aus originären finanziellen Verbindlichkeiten enthalten. Es besteht insgesamt kein wesentliches kurzfristiges Zinsänderungsrisiko, da die Finanzierungen entweder langfristige Zinsbindungen enthalten oder mittels geeigneter derivativer Finanzinstrumente abgesichert sind. Der Rückgang der originären finanziellen Verbindlichkeiten (kurz- und langfristig) zum 31. Dezember 2023 ist auf Tilgungen der Hypothekendarlehen zurückzuführen. Auch im Jahr 2024 führten

Tilgungen der Hypothekendarlehen zu einem leichten Rückgang der originären finanziellen Verbindlichkeiten (kurz- und langfristig). Zudem erfolgten zum 30. September 2024 teilweise Umklassifizierungen der Hypothekendarlehen und Unternehmensanleihen von lang- zu kurzfristigen originären finanziellen Verbindlichkeiten, da die Restlaufzeiten ein Jahr unterschritten.

Zur Absicherung von Zahlungsströmen hält die Deutsche Wohnen-Gruppe im Rahmen des Risikomanagements Zinsswaps und -caps. Diese werden im Posten **Derivate** ausgewiesen. Dabei orientieren sich die variablen Zahlungen am EURIBOR.

Korrespondierend zu den in den Sachanlagen und Investment Properties bilanzierten Nutzungsrechten werden in den Passiva **Verbindlichkeiten aus Leasing** (kurz- und langfristig) ausgewiesen. Die Leasingverbindlichkeiten entfallen im Wesentlichen auf Wärmelieferverträge, Erbbaurechte sowie Messtechnik. Der Rückgang der Leasingverbindlichkeiten im Jahr 2023 ist maßgeblich auf Tilgungszahlungen für Verträge über angemietete Wärmeerzeugungsanlagen und Messtechnik zurückzuführen. Der weitere Rückgang zum 30. September 2024 resultiert vornehmlich aus einem Rückgang der Leasingverbindlichkeiten aus Wärmelieferverträgen.

Die **Verbindlichkeiten gegenüber nicht beherrschenden Anteilseignern** (kurz- und langfristig) umfassen insbesondere Verpflichtungen zur Zahlung von Garantiedividenden, die im Rahmen von Ergebnisabführungsverträgen oder Vereinbarungen mit Co-Investoren zu leisten sind. Der Rückgang zum 30. September 2024 resultiert aus einer Neueinschätzung der Garantiedividendenansprüche.

In den **sonstigen Verbindlichkeiten** (kurz- und langfristig) werden zum 30. September 2024 insbesondere erhaltene Anzahlungen in Höhe von EUR 34,6 Mio., abgegrenzte Schulden in Höhe von EUR 6,9 Mio., passive Rechnungsabgrenzungsposten in Höhe von EUR 4,2 Mio. sonstige Steuerverbindlichkeiten in Höhe von EUR 4,0 Mio. sowie übrige sonstige Verbindlichkeiten in Höhe von EUR 62,6 Mio. erfasst. Der deutliche Anstieg der sonstigen Verbindlichkeiten zum 30. September 2024 ist auf einen Anstieg der erhaltenen Anzahlungen sowie im Wesentlichen auf eine Kaufpreisverpflichtung aus dem Ankauf von Grundstücken und Bewirtschaftungseinheiten der QUARTERBACK-Gruppe zurückzuführen.

Die latenten Steuern stammen aus temporären Differenzen, die vornehmlich aus der Fair Value Bewertung der Investment Properties nach IAS 40 gegenüber einer Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten in der Steuerbilanz resultieren. Die **latenten Steuerschulden** verringerten sich zum 31. Dezember 2023 um EUR 1.107,0 Mio. im Vergleich zum 31. Dezember 2022 im Wesentlichen aufgrund der Abwertungen der Investment Properties. Zum 30. September 2024 ergab sich ein deutlich geringerer Rückgang.

Der erstmalig im Jahr 2023 ausgewiesene Posten **laufende Ertragsteuern** enthält kurzfristige Steuerschulden, die zuvor im Posten sonstige kurzfristige Rückstellungen erfasst wurden. Der Buchwert zum 31. Dezember 2022 wurde an das aktuelle Berichtsschema angepasst.

Die **Schulden der aufgegebenen Geschäftsbereiche** resultieren zum 31. Dezember 2023 aus dem geplanten Verkauf des Geschäftsbereichs Pflege. Da ein Teil der Pflegeimmobilien im Jahr 2024 veräußert wurde, reduzierten sich die Schulden der aufgegebenen Geschäftsbereiche zum 30. September 2024.

c) Ertragslage

Zur Einschätzung der vorhandenen Ertragskraft und zur Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnung haben wir die Vergangenheitsergebnisse der Deutsche Wohnen-Gruppe analysiert. Dazu werden die operativen Ergebnisse (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen, EBITDA) um Sondereinflüsse bereinigt und auf diese Weise ein bereinigtes Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (Adjusted EBITDA) dargestellt. Durch die Eliminierung von Sachverhalten mit Einmalcharakter kann die Planungsrechnung besser eingeordnet werden.²⁴⁴

In der nachfolgenden Tabelle wird die **Ertragslage** der Deutsche Wohnen-Gruppe für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 auf Basis der Segmentergebnisse bis zum Adjusted EBT sowie der 9+3 Forecast für das Geschäftsjahr 2024 nach IFRS dargestellt. Die Darstellung folgt den Segmentberichten sowie der internen Berichtsstruktur der Deutsche Wohnen-Gruppe, in der auch die Planungsrechnungen erstellt werden. Für die Positionen unterhalb des Adjusted EBT wird mit Ausnahme der Sondereinflüsse kein Forecast erstellt. Die Darstellung der Jahre 2022 und 2023 ist zur geprüften Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung nach IFRS überleitbar. Bei den als „adjusted“ bezeichneten Größen handelt es sich im Wesentlichen, entsprechend der Definition von der Deutsche Wohnen-Gruppe, um Sondereffekte (periodenfremde, unregelmäßig wiederkehrende oder betriebsatypische Sachverhalte) bereinigte Zahlen.

Da der Geschäftsbereich Pflege veräußert werden soll und die Erträge und Aufwendungen im Bereich Development to hold nicht mehr unter dem Adjusted EBITDA Development ausgewiesen werden, hat sich die Darstellung der Ertragslage im Jahr 2023 geändert. Die Darstellung des Jahres 2022 wurde auf das neue Format im Geschäftsbericht der Deutsche Wohnen SE 2023 übergeleitet und angepasst.

²⁴⁴ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 25.

	2022 Ist	2023 Ist	2024 FC 9+3	22-24 CAGR
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	%
Segmenterlöse Rental	790,4	811,4	828,5	2,4%
Aufwendungen Rental	-190,3	-173,3	-206,5	4,2%
Adjusted EBITDA Rental	600,1	638,1	622,1	1,8%
Segmenterlöse Value-add	43,1	29,0	37,1	-7,2%
Operative Kosten Value-add	-29,0	-18,4	-17,7	-21,8%
Adjusted EBITDA Value-add	14,1	10,6	19,4	17,2%
Segmenterlöse Recurring Sales	45,3	12,8	30,0	-18,7%
Aufwendungen Recurring Sales	-30,7	-11,5	-26,9	-6,4%
Adjusted EBITDA Recurring Sales	14,6	1,3	3,1	-54,2%
Erlöse aus der Veräußerung von Developmentobjekten to sell	13,6	155,0	317,7	383,4%
Herstellkosten Development to sell	-12,5	-142,0	-322,1	407,6%
Rohertrag Development to sell	1,1	13,0	-4,4	<i>n/a</i>
Operative Kosten und Erträge Development	-1,4	-28,2	1,9	<i>n/a</i>
Adjusted EBITDA Development	-0,3	-15,2	-2,4	183,9%
Adjusted EBITDA Total (fortg. Geschäftsbereiche)	628,5	634,8	642,1	1,1%
Planmäßige Abschreibungen	-36,9	-21,4	-22,5	-22,0%
Bereinigtes Netto-Finanzergebnis	-52,9	-67,3	-126,1	54,4%
Adjusted EBT (fortg. Geschäftsbereiche)	538,7	546,1	493,4	-4,3%
Sondereinflüsse	-76,5	-17,0	-10,7	-62,5%

Im **Segment Rental** werden die Segmenterlöse (Mieteinnahmen), Aufwendungen für Instandhaltung und operative Kosten ausgewiesen. Die folgende Tabelle zeigt wesentliche Kennzahlen des Segments Rental sowie wesentliche Bestandskennzahlen zum Wohnimmobilienportfolio der Deutsche Wohnen-Gruppe in den Jahren 2022 und 2023 sowie einen Forecast für das Jahr 2024:

	2022 Ist	2023 Ist	2024 FC 9+3
Wachstum Segmenterlöse Rental in %		2,7%	2,1%
Adjusted EBITDA Rental in % der Segmenterl. Rental	75,9%	78,6%	75,1%
Anzahl Wohneinheiten (Ende der Periode)	140.286	139.847	139.009
Wohnfläche in Tm ² (Ende der Periode)	8.333	8.316	8.275
Instandhaltungsausgaben in EUR je m ²	20,00	17,90	18,66

Die Entwicklung der Anzahl sowie der Fläche der Wohneinheiten spiegelt die in den vergangenen Geschäftsjahren erfolgten Immobilienentwicklungen, -erwerbe und -veräußerungen der Deutsche Wohnen-Gruppe wider. Die Anzahl an Wohneinheiten hat sich im Jahr 2023 nur leicht reduziert.

Im Jahr 2024 reduziert sich die Anzahl an Wohneinheiten gemäß Forecast aufgrund von Verkäufen um rund 0,6 %.

Die dargestellten Instandhaltungsausgaben je m² umfassen den Instandhaltungsaufwand und (bilanziell aktivierte) substanzwahrende Investitionen. Aktivierungen der Instandhaltungsausgaben erfolgen in Abhängigkeit der Größe der Instandhaltungsmaßnahmen. Sowohl der Instandhaltungsaufwand als auch die substanzwahrenden Investitionen je m² sind im Jahr 2023 gesunken. Dies ist insbesondere auf eine Zurückhaltung bei Investitionen aufgrund der finanziellen Rahmenbedingungen sowie auf Einmaleffekte im Rahmen der Integration der Deutsche Wohnen-Gruppe in die Vonovia-Gruppe zurückzuführen. Im Forecast für das Jahr 2024 steigen die Instandhaltungsausgaben je m² auf EUR 18,66 je m².

Die Leerstandsquote, die auf Grundlage des Verhältnisses der Anzahl der nicht vermieteten Wohneinheiten zu den vermietbaren Wohneinheiten ermittelt wird, ist im Jahr 2023 um 0,4 Prozentpunkte auf 1,5 % zurückgegangen und bleibt im Forecast konstant bei 1,5 %.

Trotz der leicht gesunkenen Anzahl an Wohneinheiten in den Jahren 2023 und 2024 sind die **Segmenterlöse** gestiegen. Der Anstieg der Segmenterlöse im betrachteten Vergangenheitszeitraum resultiert insbesondere aus der organischen Mietsteigerung.

Die monatliche Ist-Miete konnte in den Jahren 2022 bis 2024 kontinuierlich von EUR 7,48 je m² auf EUR 7,91 je m² zum 30. September 2024 gesteigert werden. Die organischen Mietsteigerungen ergeben sich aus Like-for-like-Mietsteigerungen und Mietsteigerungen durch Neubau- und Aufstockungsmaßnahmen. Die organische Mietsteigerung konnte im Jahr 2023 um 0,4 Prozentpunkte auf 3,4 % gesteigert werden. Im Forecast ergibt sich ein weiterer Anstieg der organischen Mietsteigerung auf 3,9 %. Die Wachstumsraten der Segmenterlöse lagen in den Jahren 2023 und 2024 bei 2,7 % bzw. 2,1 %.

Die **Aufwendungen** im Segment Rental umfassen Aufwendungen für Instandhaltungen und operative Kosten. Insbesondere im Jahr 2023 wurde die Modernisierungs-, Neubau- und Instandhaltungsstrategie an die finanziellen Rahmenbedingungen angepasst. Die Aufwendungen für Instandhaltung lagen im Jahr 2023 unter den Instandhaltungsaufwendungen des Vorjahres. Im Forecast für das Jahr 2024 wird wieder ein Anstieg erwartet. Der deutliche Rückgang der operativen Kosten im Jahr 2023 ist insbesondere auf positive Einmaleffekte im Rahmen der Integration der Deutsche Wohnen-Gruppe in die Vonovia-Gruppe zurückzuführen. Im Forecast für das Jahr 2024 wird u. a. aufgrund inflationsbedingter Kostensteigerungen ein Anstieg erwartet. Im Zeitraum von 2022 bis 2024 sind die Aufwendungen durchschnittlich jährlich um 4,2 % gestiegen.

Das **Adjusted EBITDA Rental** konnte im Jahr 2023 aufgrund von steigenden Segmenterlösen bei geringeren Instandhaltungsaufwendungen und operativen Kosten gesteigert werden. Durch stärker steigende Instandhaltungsaufwendungen und operative Kosten reduziert sich das

Adjusted EBITDA Rental gemäß Forecast im Jahr 2024 trotz steigender Segmenterlöse. Die Adjusted EBITDA Rental-Marge konnte ausgehend von 75,9 % im Jahr 2022 auf 78,6 % im Jahr 2023 gesteigert werden. Im Jahr 2024 beträgt die Adjusted EBITDA Rental-Marge noch 75,1 %. Insgesamt lag die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des Adjusted EBITDA Rental im Zeitraum von 2022 bis 2024 bei 1,8 %.

Das **Segment Value-add** enthält Segmenterlöse sowie operative Kosten aus dem Geschäft mit wohnungsnahen Dienstleistungen. Die Segmenterlöse Value-add gliedern sich in interne und externe Erlöse. Im Jahr 2022 wurden mit EUR 43,1 Mio. sehr hohe Erlöse aufgrund des Ausbaus der Multimediadienleistungen erzielt. Das höhere Niveau der operativen Kosten im Segment Value-add im Jahr 2022 resultierte im Wesentlichen aus dem hohen internen Geschäftsvolumen sowie aus höheren Beschaffungs- und Energiekosten. Im Jahr 2023 sind sowohl die Segmenterlöse als auch die operativen Kosten gegenüber dem Jahr 2022 deutlich zurückgegangen. Der anschließende deutliche Anstieg des Adjusted EBITDA Value-add gemäß Forecast für das Jahr 2024 ist insbesondere auf einen positiven Ergebniseffekt aus der Verpachtung des Coax-Netzes zurückzuführen.

Im **Segment Recurring Sales** werden die regelmäßigen Verkäufe einzelner Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser ausgewiesen. Der deutliche Rückgang der Segmenterlöse im Jahr 2023 lässt sich im Wesentlichen auf die gesunkene Anzahl an Verkäufen zurückführen. Während im Vorjahr 2022 noch 145 Wohneinheiten veräußert wurden, wurden im Jahr 2023 lediglich 57 Wohneinheiten veräußert. Gemäß Forecast werden im Jahr 2024 knapp 130 Einheiten veräußert.

Die Aufwendungen im Segment Recurring Sales enthalten Verkehrswertabgänge bereinigt um periodenfremde Effekte aus zur Veräußerung gehaltenen Immobilien sowie Vertriebskosten. Der Verkehrswert Step-up lag im Jahr 2023 mit 24,4 % deutlich unter dem Vorjahreswert von 54,1 %. Durch die vorübergehende Priorisierung von Liquidität liegt im Jahr 2024 gemäß Forecast der Verkehrswert Step-up mit 17,4 % auf einem etwas niedrigeren Niveau. Durch die gestiegene Anzahl an Verkäufen im Jahr 2024 erhöhen sich die Aufwendungen im Jahr 2024 gemäß Forecast. Der deutliche Rückgang des Adjusted EBITDA Recurring Sales im Jahr 2023 lässt sich u. a. auf das geringere Verkaufsvolumen sowie die geringere Marge zurückführen. Im Jahr 2024 wird das Adjusted EBITDA Recurring Sales gemäß Forecast leicht steigen.

Im **Segment Development** wurden im Jahr 2023 insgesamt 328 Einheiten fertiggestellt. Im Bereich Development to sell wurden 215 Einheiten und im Bereich Development to hold wurden 113 Einheiten fertiggestellt. Die Erlöse aus der Veräußerung stiegen im Jahr 2023 erheblich von EUR 13,6 Mio. im Jahr 2022 auf EUR 155,0 Mio. an. Dieser Anstieg resultierte im Wesentlichen aus der im Jahr 2022 beschlossenen Umwidmung von Development-Projekten für den eigenen Bestand in Development-Projekte to sell. Auch im Jahr 2023 wurden aufgrund von Liquiditätsfokussierung Development-Projekte, die ursprünglich zur Eigennutzung bestimmt waren, in Development-Projekte mit dem Ziel der Veräußerung umgegliedert. Im Jahr 2024 werden gemäß

Forecast knapp 900 Wohneinheiten, die zur Veräußerung bestimmt sind, fertiggestellt. Zudem begünstigten die Zinssenkungen der EZB im Jahr 2024 das Transaktionsumfeld. Im Jahr 2024 werden Development-Projekte an von der HH Invest aufgelegte Fonds veräußert, sodass gemäß Forecast die Segmenterlöse im Jahr 2024 erneut deutlich ansteigen. Die Herstellkosten betragen im Jahr 2023 EUR 142,0 Mio., sodass sich ein positiver Rohertrag von EUR 13,0 Mio. ergab. Im Jahr 2024 überwiegen die Herstellkosten die Veräußerungserlöse, sodass sich ein leicht negativer Rohertrag ergibt. Die operativen Kosten und Erträge umfassen operative Kosten im Rahmen des Developmentgeschäfts, Mieterlöse aus der Zwischenvermietung sowie sonstige Erträge aus Förderungen. Vor dem Hintergrund des deutlichen Anstiegs der operativen Kosten im Bereich Development im Jahr 2023, ergab sich ein negatives Adjusted EBITDA Development von EUR -15,2 Mio. Im Jahr 2024 wird trotz des leicht negativen Rohertrags aufgrund des positiven Saldos der operativen Kosten und Erträge eine Verbesserung des Adjusted EBITDA Development auf EUR -2,4 Mio. erwartet.

Das **Adjusted EBITDA Total** der fortgeführten Geschäftsbereiche ist im Wesentlichen durch die Entwicklungen im Segment Rental getrieben.

Die **planmäßigen Abschreibungen** umfassen Abschreibungen auf Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte, Lizenzen, selbst erstellte Software, selbst genutzte Immobilien, technische Anlagen und Maschinen sowie andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung. Das hohe Niveau der planmäßigen Abschreibungen im Jahr 2022 lässt sich insbesondere auf höhere Abschreibungen der anderen Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie der Konzessionen, gewerblichen Schutzrechte und Lizenzen zurückführen.

Das **bereinigte Netto-Finanzergebnis** enthält insbesondere Zinserträge und Zinsaufwendungen. Die Zinserträge stiegen im Jahr 2023 an. Im Jahr 2023 stammten die Zinserträge u. a. aus Erträgen aus Ausleihungen an die QUARTERBACK-Gruppe. Die Zinsaufwendungen resultieren insbesondere aus Finanzverbindlichkeiten. Die deutliche Verschlechterung des bereinigten Netto-Finanzergebnisses im Jahr 2024 ist im Wesentlichen auf geringere Zinserträge aufgrund der Restrukturierung der QUARTERBACK-Gruppe sowie auf die Rückführung eines Darlehens der Deutsche Wohnen SE an die Vonovia SE zurückzuführen.

Der leichte Anstieg des Adjusted EBITDA Total im Jahr 2023 konnte sich auf Ebene des **Adjusted EBT** der fortgeführten Geschäftsbereiche fortsetzen. Der deutliche Rückgang des Adjusted EBT im Forecast für das Jahr 2024 resultiert im Wesentlichen aus der deutlichen Verschlechterung des bereinigten Netto-Finanzergebnisses. Insgesamt ist das Adjusted EBT im betrachteten Vergangenheitszeitraum jährlich um durchschnittlich 4,3 % gesunken.

Die **Sondereinflüsse** enthalten periodenfremde, unregelmäßig wiederkehrende oder betriebsatypische Sachverhalte. Die Sondereinflüsse der Deutsche Wohnen-Gruppe umfassen Transaktionskosten, personalbezogene Sachverhalte sowie Refinanzierung. Im Jahr 2022 enthielten die

Sondereinflüsse nahezu ausschließlich Aufwendungen für die Integration der Deutsche Wohnen-Gruppe in den Konzern der Vonovia SE. Durch den Rückgang dieser Aufwendungen auf knapp EUR 9,6 Mio. im Jahr 2023 sind die Sondereinflüsse im Jahr 2023 deutlich gesunken. Der weitere leichte Rückgang der Sondereinflüsse im Jahr 2024 ist auf einen weiteren Rückgang der transaktionsbezogenen Sondereinflüsse auf EUR 9,0 Mio. zurückzuführen. Die übrigen Sondereinflüsse im Jahr 2024 umfassen personalbezogene Sachverhalte (EUR 1,3 Mio.) sowie Refinanzierung (EUR 0,4 Mio.).

6.2. Planungsrechnung

a) Beschreibung des Planungsprozesses

Die Planungsrechnung der Deutsche Wohnen-Gruppe stellt einen Bestandteil der Planungsrechnung der Vonovia-Gruppe dar und weist eine vergleichbare Struktur sowie einen vergleichbaren Planungsprozess auf.

Für die Segmente Development, Value-add und die Verkäufe (Recurring Sales, Non-Core) werden separate Planungen bottom-up für die Deutsche Wohnen-Gruppe erstellt.

Im Segment Rental ist die Budgetplanung für das Geschäftsjahr 2025 des Geschäftsbereichs Berlin vollständig der Deutsche Wohnen-Gruppe zuzuordnen. Der Geschäftsbereich Berlin deckt bereits einen Großteil des Immobilienbestands der Deutsche Wohnen-Gruppe ab. Die Budgetplanungen der restlichen Rental Geschäftsbereiche werden für die Deutsche Wohnen-Gruppe im Rahmen des Planungsprozesses für die Vonovia-Gruppe entsprechend derselben Planungslogik und unter Heranziehung analoger Annahmen erstellt. Ab dem Planjahr 2026 erfolgt in Abstimmung mit dem Vorstand der Deutsche Wohnen SE analog zur Planung der Vonovia-Gruppe eine werttreiberbasierte Fortschreibung.

Die Development-Planung umfasst zehn Planjahre. Die Planungen der weiteren Segmente werden nach einem fünfjährigen Planungshorizont (ab den Jahren 2030 ff.) vereinfachend um weitere fünf Jahre durch das Konzerncontrolling grundsätzlich inflationsbedingt fortgeschrieben.

Bei der Erstellung der Planungsrechnung der Deutsche Wohnen-Gruppe werden die aus Sicht der Deutsche Wohnen-Gruppe nicht zur Deutsche Wohnen-Gruppe zugehörigen weiteren Gesellschaften der Vonovia-Gruppe (einschließlich der Vonovia SE) als fremde Dritte abgebildet.

Im Rahmen des Planungsprozesses erfolgt eine eigenständige Beschlussfassung der Mehrjahresplanung durch den Vorstand der Deutsche Wohnen SE sowie Billigung durch den Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen SE.

Die der Bewertung der Deutsche Wohnen-Gruppe zugrunde liegende Planung wurde am 29. November 2024 vom Vorstand der Deutsche Wohnen SE beschlossen sowie am 3. Dezember 2024 vom Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen SE hinsichtlich des Budgetjahres 2025 genehmigt und bezüglich der Folgejahre zur Kenntnis genommen.

b) Plan-Ist-Vergleich

Historische Planungsrechnungen spiegeln die damaligen Erwartungen des Managements zur Entwicklung des Unternehmens wider. Diese sind nicht unabhängig von dem mit der Planung verfolgten Zweck. Dieser kann auch darin bestehen, Zielgrößen zu definieren. Die Analyse der Planungstreue erfolgt durch den Vergleich historischer Planungsrechnungen mit den Ist-Ergebnissen sowie einer Ursachenanalyse der Abweichungen. Dies kann zu einer Einschätzung darüber führen, ob die Planungen in der Vergangenheit gegebenenfalls zu optimistisch bzw. zu pessimistisch oder realistisch waren.²⁴⁵

Zur Analyse der Planungstreue haben wir die zum Ende des Geschäftsjahres 2022 für das Geschäftsjahr 2023 geplanten Zahlen den Ist-Zahlen des Jahres 2023 gegenübergestellt. Die Budgetplanung aus dem Herbst 2023 haben wir dem Forecast (9+3) für das Jahr 2024 gegenübergestellt. Auf darüber hinaus gehende Mehrjahresbetrachtungen haben wir verzichtet, da die Mehrjahresplanung der Deutsche Wohnen-Gruppe einem der Vonovia-Gruppe vergleichbaren Planungsprozess folgt und die Analyse der mehrjährigen Planungstreue des Rental Segments insofern über die Plan-Ist-Vergleiche auf Ebene der Vonovia-Gruppe abgedeckt wird (vgl. Abschnitt 5.2. b)).

Ermittelt wurden die Abweichungen auf Ebene der Segmenterlöse Rental (Mieteinnahmen) sowie des Adjusted EBITDA Rental, da diese Größen wesentlichen Einfluss auf die Ergebnisse haben und gegenüber den weiteren Adjusted EBITDA Bereichen deutlich weniger Sondereinflüssen unterliegen. Anzumerken ist, dass im Jahr 2023 eine geringe Anzahl an Pflegeeinrichtungen in das Segment Rental umgliedert wurde. Dadurch enthalten die Ist-Zahlen Erlöse, die in den Planungsrechnungen im früheren Segment Pflege ausgewiesen wurden.

Die linke Spalte unserer nachfolgenden Übersichten bezeichnet hierbei immer das Jahr der Planungserstellung (z. B. 2022) für das sich jeweils anschließende Planjahr (hier 2023 bzw. 2024).

²⁴⁵ Vgl. OLG Düsseldorf, 9. Mai 2022, 26 W 3/21, Tz. 41 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 39 (BeckRS); OLG München, 14. Dezember 2021, 31 Wx 190/20, Tz. 109 (BeckRS).

Grüne Felder zeigen eine Planübererfüllung an, rote Felder eine negative Planabweichung. Die Abweichungen werden jeweils in % des Planwerts dargestellt.

Die prozentualen Plan-Ist-Abweichungen der **Segmenterlöse Rental** stellen sich wie folgt dar:

△ Segmenterlöse Rental		Planjahr	
		2023	2024
Planung	2022	3,8%	
	2023		3,7%

Die Analyse der Abweichungen auf Ebene der Segmenterlöse im Bereich Rental zeigt, dass die tatsächlichen Mieteinnahmen des Jahres 2023 um rund 3,8 % über den Ende 2022 für das Jahr 2023 geplanten Mieteinnahmen lagen. Die positive Abweichung ist im Wesentlichen auf die im Jahr 2023 erfolgte Umgliederung von Teilen des Pflegegeschäfts in das Segment Rental zurückzuführen. Dies wirkt sich bei der Deutsche Wohnen-Gruppe prozentual stärker aus als bei der Vonovia-Gruppe. Die Erwartungen der Planungsrechnung aus dem Jahr 2023 wurden für das Jahr 2024 gemäß Forecast mit 3,7 % leicht übertroffen. Die Abweichung folgt u. a. aus den Mieten des umgegliederten Pflege-Portfolios. Diese hohe Planungstreue spiegelt die grundsätzlich gute Planbarkeit der Immobilienbewirtschaftung wider.

Auf Ebene des **Adjusted EBITDA Rental** stellen sich die prozentualen Plan-Ist-Abweichungen wie folgt dar:

△ Adjusted EBITDA Rental		Planjahr	
		2023	2024
Planung	2022	8,5%	
	2023		2,5%

Insgesamt ergeben sich auch auf Ebene des Adjusted EBITDA Rental positive Abweichungen. Die positive Abweichung im Jahr 2023 im Vergleich zur Planungsrechnung aus dem Jahr 2022 ist neben höheren Mieteinnahmen (s. oben) u. a. durch niedriger als erwartete Instandhaltungsaufwendungen bedingt. Die Abweichung des Forecasts für 2024 zur Planungsrechnung aus dem Jahr 2023 ist im Wesentlichen durch höhere Mieteinnahmen begründet (s. oben). Gegenläufig wirkten sich höherer operative Kosten im Forecast für das Jahr 2024 aus. Auch hier zeigt sich die gute Planbarkeit des Vermietungsgeschäfts.

Im Segment Development ergeben sich in der Vergangenheit teilweise stark negative Plan-Ist-Abweichungen, die insbesondere aus unvorhergesehenen Entwicklungen des Marktumfelds resultieren. Steigende Baukosten aufgrund von Preiserhöhungen von Baumaterialien und -

leistungen, Versorgungsengpässe sowie das gestiegene Zinsniveau beeinflussten vornehmlich die Ergebnisse aus dem Segment Development negativ.

Auf eine Analyse des Verkaufsgeschäfts haben wir aufgrund der schwierigen Planbarkeit verzichtet.

Im Ergebnis belegt unsere Analyse der Plan-Ist-Abweichungen im Hinblick auf das Vermietungsgeschäft eine hohe Planungsgüte der historischen Planungsrechnungen. Die Planungen der anderen Segmente wurden überwiegend aufgrund von in diesem Ausmaß nicht vorhersehbaren Entwicklungen des Marktumfelds verfehlt.

c) Operative Planung

Die folgende Übersicht stellt die unserer Bewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung der Deutsche Wohnen-Gruppe auf Konzernebene bis zum EBIT für Bewertungszwecke für die Planjahre 2025 bis 2034 sowie das letzte Vergangenheitsjahr 2024 (Forecast) dar.

	2024 FC 9+3	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan	2029 Plan	2030 Plan	2031 Plan	2032 Plan	2033 Plan	2034 Plan
	EUR Mio.										
Segmentföhe Rental	828,5	848,6	863,7	900,2	937,8	974,0	1.016,0	1.067,1	1.116,5	1.169,1	1.223,2
Aufwendungen Rental	-206,5	-193,7	-192,2	-190,1	-189,0	-187,4	-191,1	-196,3	-201,1	-206,3	-211,4
Adjusted EBITDA Rental	622,1	654,9	671,5	710,2	748,7	786,6	824,9	870,8	915,4	962,8	1.011,8
Segmentföhe Value-add	37,1	32,2	39,3	41,1	44,2	47,6	48,5	49,5	50,5	51,5	52,5
Operative Kosten Value-add	-17,7	-19,2	-25,1	-26,5	-28,6	-30,7	-31,3	-31,9	-32,6	-33,2	-33,9
Adjusted EBITDA Value-add	19,4	13,0	14,2	14,6	15,5	16,9	17,2	17,6	17,9	18,3	18,6
Segmentföhe Recurring Sales	30,0	48,4	48,4	49,9	51,3	52,9	54,4	56,0	57,7	59,4	61,2
Aufwendungen Recurring Sales	-26,9	-44,1	-40,8	-42,0	-43,2	-44,5	-45,8	-47,1	-48,5	-49,9	-51,4
Adjusted EBITDA Recurring Sales	3,1	4,3	7,6	7,9	8,1	8,4	8,7	8,9	9,2	9,5	9,8
Erlöse aus der Veräußerung von Developmentobjekten to sell	317,7	557,1	440,1	501,4	489,2	854,1	851,2	1.252,4	414,0	593,0	437,6
Herstellkosten Development to sell	-322,1	-488,9	-385,4	-441,2	-411,8	-718,0	-753,2	-1.134,8	-377,5	-486,7	-344,3
Rohertrag Development to sell	-4,4	68,2	54,6	60,3	77,3	136,2	98,0	117,6	36,5	106,3	93,3
Operative Kosten und Erträge Development	1,9	-5,4	-13,6	-6,1	-10,5	-12,8	-8,7	14,0	-2,0	-14,2	-8,1
Adjusted EBITDA Development	-2,4	62,8	41,0	54,2	66,8	123,4	89,3	131,6	34,5	92,1	85,1
Adjusted EBITDA Total	642,1	735,0	734,4	786,8	839,2	935,3	940,1	1.028,9	977,1	1.082,7	1.125,4
Sonstiges und Sondereinflüsse		114,9	-4,2	-4,3	-4,3	-4,3	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,5
Abschreibungen		-23,4	-24,0	-24,3	-24,1	-23,9	-24,4	-24,8	-25,3	-25,8	-26,4
EBIT für Bewertungszwecke		826,5	706,1	758,3	810,8	907,1	911,4	999,7	947,3	1.052,4	1.094,6

Geplante Ergebnisse aus Neubewertungen des Immobilienbestands zum Fair Value stellen keine bewertungsrelevanten Zahlungsströme dar und werden daher – analog zur Vorgehensweise bei der Vonovia-Gruppe – nicht berücksichtigt.

Die **Segmenterlöse Rental** enthalten die Mieteinnahmen, die sich aus den Sollmieten sowie den durch leerstehende Wohnungen getriebenen Erlösschmälerungen ergeben. Die Entwicklung der Segmenterlöse wird insofern durch die erwartete Entwicklung der Sollmieten und der Leerstandsquote sowie durch Veränderungen im Bestandsportfolio bestimmt.

Die folgende Tabelle zeigt die geplanten wesentlichen Kennzahlen des Segments Rental sowie die geplanten wesentlichen Bestandskennzahlen zum Wohnimmobilienportfolio der Deutsche Wohnen-Gruppe in den Jahren 2025 bis 2034 sowie für das letzte Vergangenheitsjahr 2024 (Forecast).

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
	FC 9+3	Plan									
Wachstum Segmenterlöse Rental in %	2,1%	2,4%	1,8%	4,2%	4,2%	3,9%	4,3%	5,0%	4,6%	4,7%	4,6%
Adjusted EBITDA Rental in % der Segmenterlöse Rental	75,1%	77,2%	77,7%	78,9%	79,8%	80,8%	81,2%	81,6%	82,0%	82,4%	82,7%
Anzahl Wohneinheiten (Ende der Periode)	139.009	139.760	139.886	139.873	139.443	139.173	140.327	141.127	141.927	142.727	143.652
Wohnfläche in Tm ² (Ende der Periode)	8.275	8.240	8.251	8.250	8.232	8.226	8.304	8.355	8.407	8.458	8.519
Instandhaltungsausgaben in EUR je m ²	18,66	23,15	24,27	24,72	25,15	25,60	26,09	26,57	27,07	27,57	28,08

Die Anzahl der Wohneinheiten soll sich über den Planungszeitraum durch Development to hold Projekte sowie gegenläufig in geringem Umfang geplante Recurring Sales und für die Jahre 2028 und 2029 geplante Non-Core-Disposals bis zum Ende des Jahres 2034 leicht erhöhen.

Der geplante Anstieg der Mieteinnahmen von jährlich durchschnittlich 4,0 % im Zeitraum zwischen 2024 und 2034 ist insbesondere getrieben durch organische Mietsteigerungen (insb. laufende Mietsteigerung im Kerngeschäft sowie investitionsbedingte Mietsteigerungen) sowie gegenläufig durch geplante Verkäufe. Die durchschnittliche Leerstandsquote soll sich über den Planungszeitraum auf einem stabilen Niveau von rund 1,3 % entwickeln und liegt insofern in der Größenordnung historischer Leerstandsquoten. Dabei werden für den Fortschreibungszeitraum der Jahre 2031 bis 2034 investitionsbedingt (leicht) rückläufige organische Mietsteigerungsraten erwartet.

Die Planung der Segmenterlöse Rental berücksichtigt die rechtlichen Rahmenbedingungen. Insbesondere werden neben Mietsteigerungen, die innerhalb bestehender Mietverhältnisse nach § 558 BGB (Mieterhöhung bis zur ortsüblichen Vergleichsmiete) möglich sind oder im Rahmen der rechtlichen Möglichkeiten aus Neuvermietungen resultieren, auch Mietsteigerungen aufgrund von Modernisierungen nach § 559 BGB geplant. Demnach sind nach Modernisierungsmaßnahmen Mieterhöhungen möglich, die über die „normale“ Mietsteigerung hinausgehen. Im Rahmen der Modernisierung von Gebäuden werden im Planungszeitraum insbesondere Investitionen zur energetischen Sanierung des Immobilienbestandes geplant. Die Deutsche Wohnen-Gruppe partizipiert auch an den strategischen Initiativen der Vonovia-Gruppe, insbesondere hinsichtlich serieller Modernisierung, Energy cube und Belegungsrechten.

Die in den **Aufwendungen Rental** enthaltenen Aufwendungen für Instandhaltung umfassen den Teil der Instandhaltungsausgaben, der nicht bilanziell aktiviert wird. Die Instandhaltungsausgaben werden grundsätzlich auf Ebene der Regionen für das Jahr 2025 basierend auf dem Instandhaltungsbedarf sowie vorgegebenen Budgets geplant und in den Folgejahren grundsätzlich preisbedingt fortgeschrieben.

Der deutliche Anstieg der Instandhaltungsausgaben je m² im Jahr 2025 ist generell auf in den beiden Vorjahren gebremste Ausgaben aufgrund der Fokussierung auf Liquidität sowie auf inflationsbedingte Kostensteigerungen und gestiegenen Leistungsumfang zurückzuführen.

Zudem umfassen die Aufwendungen im Segment Rental operative Kosten. Die operativen Kosten enthalten bei der Deutsche Wohnen-Gruppe zu einem großen Teil rechtliche Entgelte. Dabei handelt es sich um rechtliche Entgelte, die der Deutsche Wohnen-Gruppe als Verwaltungskostenumlage für die von der Vonovia-Gruppe (exklusive Deutsche-Wohnen-Gruppe) erbrachten Leistungen in Rechnung gestellt werden. Für diese bezogenen Leistungen wird ein marktübliches Entgelt in Rechnung gestellt. Darüber hinaus werden den operativen Kosten alle weiteren

Kostenpositionen aus dem Segment Rental zugeordnet. Hierzu gehören insbesondere der Betriebskostensaldo (nicht umlegbare Betriebskosten), Forderungsausfall sowie Kosten der Zentralbereiche, die nicht Teil der verrechneten Dienstleistung der Vonovia-Gruppe sind. Gegenläufig werden u. a. Versicherungsentschädigungen (für Instandhaltungskosten) geplant. Für das Jahr 2025 wird ein deutlicher Rückgang der operativen Kosten erwartet, da das Jahr 2024 von negativen Sondereffekten geprägt war. Über den weiteren Planungszeitraum werden die Positionen grundsätzlich unter Berücksichtigung der geplanten Wohnflächen bzw. Wohneinheiten preisbedingt fortgeschrieben. Etwaige Reduktionen der operativen Kosten ergeben sich aus den Effekten aus den strategischen Initiativen (serielle Modernisierung, Energy cube, Belegungsrechte).

Das **Adjusted EBITDA Rental** soll von EUR 622,1 Mio. im Jahr 2024 im ersten Planjahr auf EUR 654,9 Mio. steigen. Dies ist im Wesentlichen auf erwartetes Mietwachstum zurückzuführen. Anschließend wird bis zum Planjahr 2034 eine jährliche durchschnittliche Wachstumsrate in Höhe von 5,0 % erwartet. Die Adjusted EBITDA Rental-Marge soll sich dazu korrespondierend von 75,1 % im Jahr 2024 auf 82,7 % im Jahr 2034 verbessern.

Gegenüber der Vonovia-Gruppe ist das Value-add-Geschäft bei der Deutsche Wohnen-Gruppe deutlich weniger ausgeprägt. Auf Ebene der Deutsche Wohnen-Gruppe werden im **Adjusted EBITDA des Segments Value-add** im Wesentlichen Erlöse aus Multimediadienstleistungen (aus der Vermarktung von Kabel- und Internetsignalen) geplant. Im Bereich Energiedienstleistungen wird ein stabiles Endkundengeschäft unterstellt. Ferner wird im Segment Value-add das Beteiligungsergebnis aus der Beteiligung an der Versicherungsmaklergesellschaft AVW geplant.

Das Adjusted EBITDA Value-add im Jahr 2024 in Höhe von EUR 19,4 Mio. ist wesentlich durch einen Einmaleffekt aus der Verpachtung des Coax-Netzes in Höhe von EUR 7,1 Mio. positiv beeinflusst, der sich in der Folge nicht in der gleichen Größenordnung niederschlagen wird. Bereinigt um diesen Einmaleffekt wird ausgehend vom Jahr 2024 bedingt durch den geplanten Ausbau des Multimediageschäfts ein Anstieg des Adjusted EBITDA Value-add auf zunächst EUR 16,9 Mio. im Jahr 2029 sowie weiter auf EUR 18,6 Mio. im Jahr 2034 erwartet.

Das Adjusted EBITDA des **Segments Recurring Sales** spiegelt den geplanten Verkauf von Wohneinheiten aus dem Privatisierungsportfolio wider. Dem Privatisierungsportfolio werden Wohneinheiten sowie Einfamilienhäuser zugeordnet, welche sich bei einem Einzelverkauf mit einem Aufschlag über den Fair Value (sog. Step-up) verkaufen lassen. Über den Planungszeitraum wird durchgehend ein konstantes Verkaufsvolumen pro Jahr unterstellt.

Das **Adjusted EBITDA Recurring Sales** wird im Jahr 2034 bei einem Niveau von rund EUR 9,8 Mio. erwartet. Im Hinblick auf die erzielten Step-ups wird über den Planungszeitraum die Erwartung einer Erholung der aktuell (noch) angespannten Marktlage abgebildet.

Die Planung des **Development-Geschäfts** erfolgt unter Berücksichtigung konkretisierter Projekte und insbesondere der geplanten Verwertung der von der QUARTERBACK-Gruppe im Jahr 2024 erworbenen Baugrundstücke. Dabei wird planerisch angenommen, dass die Baugrundstücke bis zum Ende des Jahres 2034 im Rahmen von Development-Aktivitäten vollständig verwertet werden können. Über den Planungszeitraum hinaus wird in Abstimmung mit dem Vorstand der Deutsche Wohnen SE nicht von einer weiteren Fortführung der Development-Aktivitäten ausgegangen.

Die erwartete Entwicklung der Erlöse aus Development to sell Projekten sowie des Adjusted EBITDA Development weisen über den Planungszeitraum keinen einheitlichen Verlauf auf. Dieser spiegelt vielmehr die erwartete Fertigstellung bereits konkretisierter Projekte sowie der Entwicklung der weiteren im Bestand der Deutsche Wohnen-Gruppe befindlichen Baugrundstücke wider. Da davon ausgegangen wird, dass ein Großteil der Baugrundstücke bis zum Jahr 2031 realisiert werden kann, sind die folgenden Jahre durch geringere Erlöse gekennzeichnet. Die über den Planungszeitraum beobachtbare Margenentwicklung resultiert zum einen aus margenschwachen Alt-Projekten der Deutsche Wohnen-Gruppe. Zum anderen werden für im Planungszeitraum neu startende Projekte deutlich verbesserte Margen in der Größenordnung der Projekte der Vonovia-Gruppe angenommen.

Aufgrund der grundsätzlich in allen vier Segmenten Rental, Value-add, Recurring Sales und Development erwarteten positiven Entwicklung soll das **Adjusted EBITDA Total** im Planungszeitraum deutlich ansteigen. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate wird im Zeitraum von 2024 bis 2034 mit 5,8 % geplant.

In Abgrenzung zu den Recurring Sales werden unterhalb des Adjusted EBITDA Total die Verkäufe von Objekten des Non-Core-Portfolios in der Zeile **Sonstiges und Sondereinflüsse** zusammen mit den Sondereinflüssen ausgewiesen. Bei den Non-Core-Verkäufen handelt es sich um opportunistische – und für die Deutsche Wohnen-Gruppe nicht steuerungsrelevante – Verkäufe ganzer Gebäude, von Grundstücken oder größeren Portfolios, die jeweils nicht Bestandteil des strategisch relevanten Bestandes sind. Das außergewöhnlich hohe Niveau im Jahr 2025 resultiert aus dem Verkauf eines Portfolios mit hohem Step-up. Darüber hinaus werden im Jahr 2025 Erträge aus dem geplanten Verkauf des Pflegegeschäfts unter Sonstiges und Sondereinflüsse ausgewiesen. Ab dem Jahr 2026 werden abgesehen von den Jahren 2028 und 2029 keine wesentlichen Non-Core-Verkäufe geplant.

Die geplanten Sondereinflüsse des Jahres 2025 beziehen sich im Wesentlichen auf transaktionsbezogene Sachverhalte und personalbezogene Sachverhalte. Ab dem Jahr 2025 werden Sondereinflüsse nur noch in einem unwesentlichen Umfang geplant.

Die **Abschreibungen** umfassen im Planungszeitraum planmäßige Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen. Dazu zählen auch Abschreibungen im Zusammenhang

mit selbst genutzten Immobilien. Nicht planmäßig abgeschrieben werden die gemäß IAS 40 i. V. m. IFRS 13 zum Verkehrswert (Fair Value) bilanzierten Investment Properties. Die Abschreibungen sollen sich über den Planungszeitraum lediglich moderat erhöhen.

Das **EBIT für Bewertungszwecke** sinkt im Jahr 2026 zunächst durch den Wegfall des außergewöhnlichen Ergebnisses im Bereich Sonstiges. Im weiteren Planungszeitraum soll das EBIT für Bewertungszwecke aufgrund der erwarteten positiven Entwicklungen in allen Segmenten deutlich ansteigen. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate im Zeitraum von 2025 bis 2034 soll 3,2 % betragen.

d) Einordnung und Würdigung der Plausibilität der operativen Planung

Die Beurteilung der materiellen internen Plausibilität der Planungsrechnung haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Geschäftsmodell, der Analyse der bereinigten Vergangenheitszahlen bzw. der historischen Entwicklung der Deutsche Wohnen-Gruppe sowie unter Berücksichtigung von umfassenden ergänzenden Erläuterungen und zur Verfügung gestellten Unterlagen zu den getroffenen Annahmen durch das Management vorgenommen.

Die Beurteilung der materiellen externen Plausibilität haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, inklusive der Betrachtung der Peer Group Unternehmen vorgenommen.

Nach unserer Einschätzung ist sowohl die materielle interne Plausibilität als auch die materielle externe Plausibilität der Planungsrechnung i. S. d. IDW Praxishinweis 2/2017²⁴⁶ unter Berücksichtigung der nachfolgend dargestellten Einordnung gegeben.

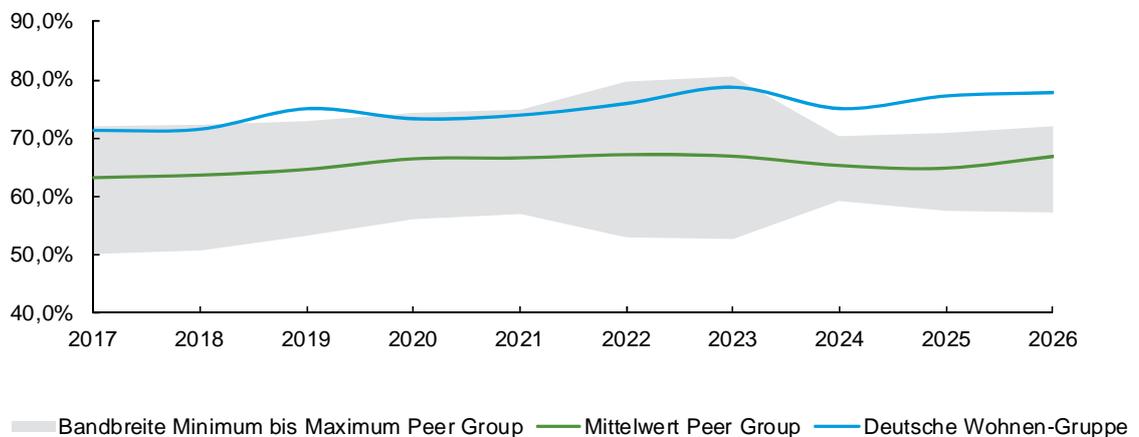
Das Adjusted EBITDA Rental soll sich gegenüber dem Niveau des Forecasts 2024 bis zum Jahr 2029 um EUR 164,6 Mio. bzw. 26,5 % und in den folgenden Jahren bis zum Jahr 2034 um weitere EUR 225,2 Mio. bzw. 28,6 % erhöhen. Das Wachstum beruht insbesondere auf erwarteten Mietersteigerungen. Insofern wird davon ausgegangen, dass sich das Delta zwischen den für die vermieteten Einheiten tatsächlich erzielten Mieten und den für das Immobilienportfolio der Deutsche Wohnen-Gruppe relevanten Marktmieten im Zeitablauf etwas verringert.

Bis zum Jahr 2029 soll sich die Adjusted EBITDA Rental-Marge der Deutsche Wohnen-Gruppe ausgehend von 75,1 % im Jahr 2024 auf 80,8 % im Jahr 2029 erhöhen. Damit liegt die Marge in diesem Planungszeitraum – wie bereits in der Vergangenheit – tendenziell über dem Mittelwert der Vergleichsunternehmen. Bis zum Jahr 2034 ist eine weitere Margenverbesserung auf 82,7 % geplant. Vor dem Hintergrund der umfassenden Vorteile aus der Einbindung der Deutsche

²⁴⁶ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 16 f., 22 ff.

Wohnen-Gruppe in die Vonovia-Gruppe ist die Planung des Segments Rental als plausibel einzuschätzen.

Entwicklung bereinigte EBITDA-Marge Rental



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Geschäftsberichte, Bloomberg.

Das Value-Add Geschäft der Deutsche Wohnen-Gruppe ist deutlich weniger ausgeprägt als bei der Vonovia-Gruppe. Der Anteil des Adjusted EBITDA Value-add am Adjusted EBITDA Total liegt im gesamten Planungszeitraum nahezu konstant bei knapp 2 %. Vor dem Hintergrund der in der Deutsche Wohnen-Gruppe abgebildeten Value-add Aktivitäten ist die Entwicklung plausibel.

Im Segment Recurring Sales liegen die im Planungszeitraum erwarteten Step-ups in einer Bandbreite von in der Vergangenheit bereits erzielten Step-ups. Dabei wird ein gegenüber der Vonovia-Gruppe etwas höheres Niveau abgebildet.

Die Entwicklung des Adjusted EBITDA Development ist vor dem Hintergrund bereits konkretisierter Projekte sowie der geplanten Verwertung der von der QUARTERBACK-Gruppe im Jahr 2024 erworbenen Baugrundstücke nachvollziehbar. Development to sell stellt (auch historisch) kein Kerngeschäft und auch keine Kernkompetenz der Deutsche Wohnen-Gruppe dar. Insofern ist die von der Gesellschaft getroffene Annahme als plausibel einzuschätzen, dass nachhaltig keine Development to sell Aktivitäten in wesentlichem Umfang mehr in der Deutsche Wohnen-Gruppe erfolgen werden.

Das Adjusted EBITDA Total soll im Zeitraum von 2024 bis 2034 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 5,8 % p. a. etwas stärker als das Adjusted EBITDA Total der Vonovia-Gruppe wachsen.

Unter Berücksichtigung der zuvor dargelegten Ausführungen stellt die Planungsrechnung der Deutsche Wohnen-Gruppe eine geeignete Grundlage für die Ermittlung des Ertragswerts dar.

e) Finanzergebnis

Das Finanzergebnis der Deutsche Wohnen-Gruppe haben wir anhand eines integrierten Finanzbedarfs- bzw. Planungsmodells abgeleitet. Ausgangspunkt der Finanzplanungen zur Bestimmung der Finanzergebnisse waren die zinstragenden Verbindlichkeiten und Vermögenswerte zum 31. Dezember 2024. Die Ableitung der Zinsergebnisse wird ausgehend von den konkret zur Verfügung stehenden Konditionen vorgenommen.

Im Finanzergebnis werden nur zahlungswirksame Zinsaufwendungen und Zinserträge berücksichtigt. Die Zinszahlungen ergeben sich grundsätzlich aus dem Finanzierungsmodell der Deutsche Wohnen-Gruppe. Soweit die Finanzverbindlichkeiten variabel verzinslich sind und Zinssicherungen bestehen, wird dies im Finanzierungsmodell berücksichtigt.

Nicht übernommen haben wir geplante, nicht konkretisierte Neufinanzierungen. Für sich in unseren integrierten Finanzbedarfs- bzw. Planungsmodellen ergebenden Kapitalbedarf haben wir die korrespondierenden Zinszahlungen gemäß den der Deutsche Wohnen-Gruppe zur Verfügung stehenden aktuellen Finanzierungsbedingungen neu berechnet, um die aktuellen Zinserwartungen abzubilden. Hierbei haben wir auf aktuelle EURIBOR-Prognosen (gemäß dem Finanzinformationsdienstleister Bloomberg) abgestellt.

Gemäß dem Stichtagsprinzip sind finanzielle Überschüsse, die den Eigentümern des Unternehmens bereits zugeflossen sind, beziehungsweise deren Verwendung festgelegt wurde, nicht mehr für die Ableitung des Unternehmenswerts zu berücksichtigen. Beschlossene Dividenden bzw. Dividendenzahlungen mindern das Ergebnis und damit die Ertragschancen der Gesellschaft. Im Umkehrschluss stehen damit sämtliche potenzielle Dividendenansprüche, über die noch nicht beschlossen wurde, den Aktionären zu und gehen folglich in die Ertragswertberechnung ein.²⁴⁷

Da zum Bewertungsstichtag noch keine Ausschüttungen von Dividenden für das Geschäftsjahr 2024 der Deutsche Wohnen SE beschlossen wurden, ergeben sich keine Abgrenzungsfragen.

²⁴⁷ Vgl. OLG Hamburg, 11. April 2003, 11 U 215/02, AG 2003, S. 441 ff.; LG Köln, 1. September 2008, 82 O 151/03, Beschlusstext S. 26; LG Frankfurt, 4. Juli 2006, 3-5 O 52/05, Beschlusstext S. 10.

f) Unternehmenssteuern

Die Besteuerung der Deutsche Wohnen-Gruppe wurde unter Berücksichtigung des gegenwärtigen Stands des Unternehmenssteuerrechts ermittelt. Die Ertragsteuern berücksichtigen die Gewerbe- und Körperschaftsteuer (inkl. SolZ).

Bei der Ermittlung der Ertragsteuern werden auch die Regelungen der Zinsschranke (§ 4h EStG i.V.m. § 8a KStG) und vorliegende wesentliche Differenzen zwischen IFRS und Steuerrecht berücksichtigt.

Insbesondere haben wir berücksichtigt, dass nach IFRS aktivierte Instandhaltungskosten und Modernisierungsinvestitionen steuerlich erfahrungsgemäß weitgehend sofort abzugsfähige Betriebsausgaben darstellen. Darüber hinaus haben wir steuerliche Abschreibungen auf die Investment Properties angesetzt, die nach IFRS nicht planmäßig abgeschrieben werden.

Die bestehenden steuerlichen Verlustvorträge werden integriert bei der Ableitung der erwarteten zu zahlenden Steuern berücksichtigt. Erfolgt eine integrierte Erfassung der Verlustvorträge im Ertragswert, ist der Ansatz eines Sonderwerts zur Vermeidung einer Doppelerfassung bei der Bewertung ausgeschlossen.²⁴⁸

Latente Steuern wurden aufgrund der fehlenden Zahlungswirksamkeit nicht berücksichtigt.

g) Nicht beherrschende Anteile am Jahresergebnis

Gemäß dem Grundsatz der Vollkonsolidierung sind die Planergebnisse von Gesellschaften, an denen – aus Sicht der Deutsche Wohnen SE – nicht beherrschende Anteile beteiligt sind, vollständig in der Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung zu berücksichtigen.

Bewertungsmethodisch können die auf die nicht beherrschenden Anteile entfallenden Ergebnisse bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Ergebnisse abgezogen werden.²⁴⁹ Alternativ können diese Anteile auch separat bewertet und vom Unternehmenswert abgezogen werden.²⁵⁰ Vorliegend haben wir eine integrierte Abbildung der nicht beherrschenden Anteile innerhalb der Planungsrechnung vorgenommen.

²⁴⁸ Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 11567, 1573.

²⁴⁹ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2021, S. 288; OLG Karlsruhe, 15. November 2012, 12 W 66/06, Tz. 105 (juris); LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 52.

²⁵⁰ Vgl. Meichelbeck, Unternehmensbewertung im Konzern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 955, 972.

An verschiedenen Tochtergesellschaften der Deutsche Wohnen SE sind fremde Dritte mit Minderheitspositionen (nicht beherrschende Anteile) beteiligt.

Für die Ableitung der Ansprüche der nicht beherrschenden Anteile haben wir deren quotale Beteiligung an den Deutsche Wohnen-Gesellschaften angesetzt und hierbei auch Garantiedividenden aus den bestehenden Ergebnisabführungsverträgen mit Tochtergesellschaften der Deutsche Wohnen SE berücksichtigt.

h) Nachhaltiges Ergebnis

Für allgemeine methodische Ausführungen zum nachhaltigen Ergebnis verweisen wir auf Abschnitt 5.2. h).

Im Rahmen der Ableitung des nachhaltig erwarteten Umsatz-, Ergebnis- und Investitionsniveaus der Deutsche Wohnen-Gruppe haben wir diverse Gespräche mit dem planungsverantwortlichen Management geführt. Ferner haben wir historische Margen der Deutsche Wohnen-Gruppe sowie die erwartete Margenentwicklung der Peer Group-Unternehmen analysiert.

Die Planungsrechnung der Deutsche Wohnen-Gruppe bildet den Zeitraum der Jahre 2025 bis 2034 ab (Detailplanungszeitraum). Da vorliegend das letzte Planjahr keinen eingeschwungenen Zustand repräsentiert, haben wir die Planungsrechnung im Rahmen einer Übergangsphase bis zum Jahr 2044 weiterentwickelt. Ab dem Jahr 2045 haben wir das nachhaltige Ergebnis mit der nachhaltigen preisbedingten Wachstumsrate fortgeschrieben.

Ausgehend von dem Ergebnis für das Jahr 2034 wurden die Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz grundsätzlich in Höhe der unternehmensindividuellen Wachstumsrate von 1,5 % fortgeschrieben.

Nachhaltig wird für die Deutsche Wohnen-Gruppe in Abstimmung mit dem Vorstand der Deutsche Wohnen SE nicht von einer weiteren Fortführung der Development-Aktivitäten ausgegangen (vgl. Abschnitt 6.2. c)). Im Jahr 2035 haben wir dementsprechend einen Abverkauf der noch vorhandenen Development-Projekte unterstellt.

Hinsichtlich der weiteren wesentlichen Überleitungseffekte, die wir in Abstimmung mit der Deutsche Wohnen-Gruppe ab den Jahren 2035 ff. berücksichtigt haben, verweisen wir auf den Abschnitt 5.2. h), der analog für die Bewertung der Deutsche Wohnen-Gruppe gilt.

i) Erfolgsrechnung

Die Erfolgsrechnung der Deutsche Wohnen-Gruppe ist auf der folgenden Seite dargestellt.

Die für die Jahre 2035 ff. dargestellte Erfolgsrechnung stellt eine wertgleiche (annuitätische) Verdichtung der Übergangsphase sowie des nachhaltigen Ergebnisses dar (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 55).

	Detailplanungsphase											TV 2035 ff.
	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan	2029 Plan	2030 Plan	2031 Plan	2032 Plan	2033 Plan	2034 Plan	2035 Plan	
	EUR Mio.											
Segmenterlöse Rental	848,6	863,7	900,2	937,8	974,0	1.016,0	1.067,1	1.116,5	1.169,1	1.223,2	1.249,7	
Aufwendungen Rental	-193,7	-192,2	-190,1	-189,0	-187,4	-191,1	-196,3	-201,1	-206,3	-211,4	-183,1	
Adjusted EBITDA Rental	654,9	671,5	710,2	748,7	786,6	824,9	870,8	915,4	962,8	1.011,8	1.066,6	
Segmenterlöse Value-add	32,2	39,3	41,1	44,2	47,6	48,5	49,5	50,5	51,5	52,5	53,3	
Operative Kosten Value-add	-19,2	-25,1	-26,5	-28,6	-30,7	-31,3	-31,9	-32,6	-33,2	-33,9	-34,4	
Adjusted EBITDA Value-add	13,0	14,2	14,6	15,5	16,9	17,2	17,6	17,9	18,3	18,6	18,9	
Segmenterlöse Recurring Sales	48,4	48,4	49,9	51,3	52,9	54,4	56,0	57,7	59,4	61,2	0,0	
Aufwendungen Recurring Sales	-44,1	-40,8	-42,0	-43,2	-44,5	-45,8	-47,1	-48,5	-49,9	-51,4	0,0	
Adjusted EBITDA Recurring Sales	4,3	7,6	7,9	8,1	8,4	8,7	8,9	9,2	9,5	9,8	0,0	
Erlöse aus der Veräußerung von Developmentobjekten to sell	557,1	440,1	501,4	489,2	854,1	851,2	1.252,4	414,0	593,0	437,6	2,1	
Herstellkosten Development to sell	-488,9	-385,4	-441,2	-411,8	-718,0	-753,2	-1.134,8	-377,5	-486,7	-344,3	-1,6	
Rohertag Development to sell	68,2	54,6	60,3	77,3	136,2	98,0	117,6	36,5	106,3	93,3	0,4	
Operative Kosten und Erträge Development	-5,4	-13,6	-6,1	-10,5	-12,8	-8,7	14,0	-2,0	-14,2	-8,1	0,0	
Adjusted EBITDA Development	62,8	41,0	54,2	66,8	123,4	89,3	131,6	34,5	92,1	85,1	0,4	
Adjusted EBITDA Total	735,0	734,4	786,8	839,2	935,3	940,1	1.028,9	977,1	1.082,7	1.125,4	1.085,9	
Sonstiges und Sondereinflüsse	114,9	-4,2	-4,3	-4,3	-4,3	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,5	-3,0	
Abschreibungen	-23,4	-24,0	-24,3	-24,1	-23,9	-24,4	-24,8	-25,3	-25,8	-26,4	-25,5	
EBIT für Bewertungszwecke	826,5	706,1	758,3	810,8	907,1	911,4	999,7	947,3	1.052,4	1.094,6	1.057,4	
Finanzergebnis	-147,8	-154,8	-180,6	-213,5	-243,6	-268,6	-276,9	-288,8	-307,2	-316,0	-236,7	
EBT	678,7	551,4	577,7	597,3	663,5	642,8	722,8	658,6	745,3	778,6	820,7	
Ertragssteuern	-107,6	-33,1	-25,2	-46,2	-65,1	-69,7	-91,0	-84,9	-107,9	-117,8	-190,8	
Periodenergebnis	571,1	518,3	552,5	551,1	598,4	573,0	631,8	573,7	637,4	660,8	629,9	
Nicht beherrschende Anteile	-9,7	-9,4	-9,6	-9,6	-9,9	-9,7	-10,1	-9,7	-10,1	-10,2	-10,2	
Periodenergebnis nach nicht beherrschenden Anteilen	561,4	508,9	542,9	541,5	588,6	563,3	621,7	564,0	627,3	650,6	619,7	

j) Ableitung der erwarteten Netto-Ausschüttungen

Die Deutsche Wohnen SE hat für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 Dividenden von EUR 0,04 je Aktie ausgeschüttet und damit keine Ausschüttungen in wesentlicher Größenordnung vorgenommen. Aus Konsistenzgründen im Rahmen einer vergleichenden Bewertung haben wir analog zur Ausschüttungspolitik der Vonovia SE im Detailplanungszeitraum bzw. der Übergangsphase ebenfalls Ausschüttungsquoten von 50 % der der Bewertung zugrunde gelegten Vorsteuerergebnisse (EBTs) angesetzt.

Für die Phase der ewigen Rente ab dem Jahr 2045 haben wir anschließend eine fiktive Vollausschüttung der Jahresergebnisse angenommen. Die fiktiv voll ausgeschütteten Jahresergebnisse werden hierbei zu jeweils 50 % auf den Wertbeitrag aus Ausschüttungen und den Wertbeitrag aus Thesaurierungen aufgeteilt. Die Ausschüttungsquote von 50 % liegt in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens.

Die den Wertbeitrag aus Ausschüttungen bildende Dividendensumme ist grundsätzlich um die Abgeltungsteuer von 25,0 % zuzüglich 5,5 % SolZ zu vermindern. Aufgrund des bei der Deutsche Wohnen SE bestehenden steuerlichen Einlagekontos sind die Ausschüttungen in einem gewissen Umfang nicht abgeltungssteuerpflichtig. Dies gilt nur, sofern eine Ausschüttung den „ausschüttbaren Gewinn“ i.S. von § 27 Abs. 1 S. 5 KStG übersteigt und insoweit die Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto erfolgt.²⁵¹ Die temporäre Steuerfreiheit haben wir integriert bei der Ermittlung der Abgeltungsteuer (zzgl. SolZ) auf den Wertbeitrag aus Ausschüttungen berücksichtigt. Die über die Übergangsphase hinausgehenden Wirkungen des steuerlichen Einlagekontos werden im Rahmen der Ermittlung der Dividendenbesteuerung barwertäquivalent berücksichtigt.

Die zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen werden mit einer effektiven Steuer in Höhe von 13,1875 % belastet. Diese umfassen zum einen die Wertbeiträge aus Thesaurierung und zum anderen sog. inflationsbedingte Veräußerungsgewinne.

²⁵¹ Vgl. Thüringer OLG, 3. Mai 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 21; OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 71 (BeckRS); Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1572 f.

6.3. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

a) Basiszinssatz

Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Deutsche Wohnen SE haben wir analog zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Vonovia SE einen Basiszinssatz vor persönlichen Steuern in Höhe von 2,5 % angesetzt. Der Basiszinssatz wird um die **Abgeltungsteuer einschließlich SolZ** von 26,375 % vermindert.²⁵² Die Nachsteuergröße beläuft sich auf rund 1,84 %.

Im Übrigen verweisen wir auf die Ausführungen unter Abschnitt 5.3. a).

b) Risikozuschlag

Marktrisikoprämie

Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Deutsche Wohnen SE haben wir analog zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Vonovia SE eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,75 % angesetzt.

Im Übrigen verweisen wir auf die Ausführungen unter Abschnitt 5.3. b).

Betafaktor

Für allgemeine methodische Ausführungen zum Betafaktor verweisen wir auf Abschnitt 5.3. b).

Originärer Betafaktor der Deutsche Wohnen SE

Die Ermittlung des originären Betafaktors der Deutsche Wohnen SE haben wir, basierend auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg, mit einem Analysezeitraum von zwei Jahren sowie wöchentlichen Renditen durchgeführt. Daneben haben wir entsprechend üblicher Praxis den originären Betafaktor für einen Fünfjahreszeitraum bei monatlicher Renditebeobachtung erhoben. Wir haben unserer Analyse für beide Zeitraum-Intervall-Kombinationen sowohl

²⁵² Vgl. OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 2 76/19, Tz. 52 (BeckRS); OLG Stuttgart, 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Tz. 61 (BeckRS); LG Berlin, 20. Juni 2023, 102 O 49/14, Beschlusstext S. 59.

einen breiten lokalen Vergleichsindex (CDAX) als auch einen breiten globalen Index (MSCI World Total Return Index) zugrunde gelegt.

Die Ergebnisse dieser Berechnungen werden in der folgenden Tabelle zusammengefasst:

Zeitraum	Intervall	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Zwei Jahre	Wöchentlich	CDAX Index	0,86	0,91	0,44	0,46
		GDUEACWF Index*	0,75	0,83	0,38	0,42
Fünf Jahre	Monatlich	CDAX Index	0,60	0,74	0,39	0,47
		GDUEACWF Index*	0,61	0,74	0,39	0,47

*MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die erhobenen originären Betafaktoren sind alle statistisch signifikant. Zudem liegt die Geld-Brief-Spanne der Aktie der Deutsche Wohnen SE über die Beobachtungszeiträume deutlich unter 1,0 % und damit unter den von der Rechtsprechung diskutierten Schwellenwerten.

Bei der Einschätzung der originären Betafaktoren ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Kursentwicklung der Deutsche Wohnen SE in der Vergangenheit auch wesentlich durch die Übernahme durch die Vonovia SE und damit im Zusammenhang stehende Übernahmegerüchte und -angebote beeinflusst war. Bereits seit dem 30. September 2021 handelt es sich bei der Deutsche Wohnen SE um ein faktisch beherrschtes Unternehmen. Die Bewertungspraxis und die Rechtsprechung gehen bei (faktisch) beherrschten Unternehmen regelmäßig von einer eingeschränkten Prognoseeignung originärer Betafaktoren aus.²⁵³

Entsprechend der gängigen Praxis haben wir daher bei der Ableitung des operativen Geschäftsrisikos der Deutsche Wohnen SE eine Vergleichsgruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) berücksichtigt.

Darstellung der Betafaktoren der Peer Group

Die Betafaktoren der Peer Group haben wir sowohl für einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren bei wöchentlichen Renditen als auch für einen Betrachtungszeitraum von fünf Jahren bei monatlichen Renditen zum Ende der Bewertungsarbeiten ermittelt. Für beide Zeitraum-Intervall-

²⁵³ Vgl. OLG Düsseldorf, 22. März 2018, 26 W 20/14, Tz. 94 (BeckRS).

Konstellationen haben wir als Referenzindizes sowohl breite (lokale) Landesindizes als auch den globalen MSCI World Total Return Index herangezogen.

Nachfolgend stellen wir die Ergebnisse unserer Analyse der Betafaktoren der Vergleichsunternehmen für die Parameterkombinationen im Einzelnen dar.

Die Ergebnisse für einen **Betrachtungszeitraum von zwei Jahren** bei **wöchentlichen Renditen** basierend auf **lokalen Vergleichsindizes** sind nachfolgend im Einzelnen dargestellt:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
LEG	CDAX Index	1,18	1,12	0,42	0,40
TAG	CDAX Index	1,59	1,39	0,59	0,52
GCP	CDAX Index	1,14	1,09	0,46	0,44
Vonovia SE	CDAX Index	1,32	1,21	0,40	0,37
Mittelwert				0,47	0,43

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Bei Verwendung eines **Betrachtungszeitraums von zwei Jahren, wöchentlichen Renditen** und eines **globalen Vergleichsindex** ergeben sich die folgenden Ergebnisse:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
LEG	GDUEACWF Index*	1,45	1,30	0,52	0,47
TAG	GDUEACWF Index*	1,64	1,43	0,61	0,53
GCP	GDUEACWF Index*	1,15	1,10	0,46	0,44
Vonovia SE	GDUEACWF Index*	1,51	1,34	0,46	0,41
Mittelwert				0,51	0,46

*MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse für einen **Betrachtungszeitraum von fünf Jahren** bei **monatlichen Renditen** basierend auf **lokalen Vergleichsindizes** sind nachfolgend dargestellt:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
LEG	CDAX Index	0,85	0,90	0,48	0,50
TAG	CDAX Index	0,97	0,98	0,53	0,53
GCP	CDAX Index	0,69	0,79	0,45	0,50
Vonovia SE	CDAX Index	0,92	0,95	0,45	0,46
Mittelwert				0,48	0,50

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse für einen **Betrachtungszeitraum von fünf Jahren** bei **monatlichen Renditen** basierend auf einem **globalen Vergleichsindex** sind nachfolgend im Einzelnen dargestellt:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
LEG	GDUEACWF Index*	0,92	0,95	0,51	0,52
TAG	GDUEACWF Index*	1,08	1,05	0,58	0,56
GCP	GDUEACWF Index*	0,75	0,84	0,48	0,52
Vonovia SE	GDUEACWF Index*	1,01	1,01	0,49	0,49
Mittelwert				0,52	0,52

*MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse der Analyse auf Basis der **Mittelwerte der Vergleichsunternehmen** sind nachfolgend dargestellt:

Zeitraum	Intervall	Index	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Zwei Jahre	Wöchentlich	Lokale Indizes	0,47	0,43
		GDUEACWF Index*	0,51	0,46
Fünf Jahre	Monatlich	Lokale Indizes	0,48	0,50
		GDUEACWF Index*	0,52	0,52

*MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Mittelwerte der über die verschiedenen Zeiträume erhobenen unverschuldeten Peer Group Betafaktoren (raw) liegen in einer **Bandbreite zwischen 0,47 und 0,52**.

Die für die Vonovia SE über die betrachteten Zeiträume erhobenen unverschuldeten Betafaktoren (raw) liegen in einer **Bandbreite zwischen 0,40 und 0,49**.

Gutachterliche Ableitung des unverschuldeten Betafaktors der Deutsche Wohnen SE

In einer Gesamtschau haben wir für die Deutsche Wohnen SE unter Berücksichtigung der Peer Group Betafaktoren sowie der für die Vonovia SE beobachtbaren originären Betafaktoren einen unverschuldeten Betafaktor in Höhe von **0,44** angesetzt.

c) Wachstumsabschlag

Methodische Überlegungen zum Wachstumsabschlag

Für allgemeine methodische Ausführungen zum Wachstumsabschlag verweisen wir auf Abschnitt 5.3. c).

Begründung der Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate

Die nachhaltige preisbedingte Wachstumsrate der Deutsche Wohnen-Gruppe unterliegt denselben Einflussfaktoren wie diejenige der Vonovia-Gruppe. Insofern verweisen wir für die Begründung der Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate auf die Ausführungen in Abschnitt 5.3.c).

Unter Berücksichtigung des Geschäftsmodells, der Wettbewerbssituation sowie den längerfristigen Aussichten auf dem Wohn- und Investmentmarkt haben wir bei der Bewertung der Deutsche Wohnen-Gruppe analog zur Bewertung der Vonovia-Gruppe einen **nachhaltigen Wachstumsabschlag von 1,5 %** angesetzt. Die Gesamtwachstumsrate nach dem Dividend Discount Model beträgt vorliegend 3,8 %.

d) Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

Die Herleitung der periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze ist nachfolgend dargestellt. Entsprechend der Darstellung der Erfolgsrechnung (vgl. Abschnitt 6.2. i)) haben wir ab 2035 ff. den Kapitalisierungszinssatz wertgleich (annuitätisch) angesetzt. Hierbei haben wir ab dem Jahr 2035 einen wertgleich (annuitätisch) ermittelten konstanten verschuldeten Betafaktor bzw. Verschuldungsgrad angesetzt.

	Detailplanungsphase												TV 2035 ff.
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035		
	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan		
Basiszinssatz vor Einkommensteuer	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Typisierte Einkommensteuer	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Basiszinssatz nach Einkommensteuer	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	
Marktrisiko­prämie nach Einkommensteuer	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	
Betafaktor unverschuldet	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	
Barwerte zu Beginn des GJ	9.574,2	9.836,4	10.152,8	10.480,6	10.812,2	11.152,5	11.528,8	11.816,0	12.128,5	12.412,1			
Verzinsl. Netto-Fremdkapital zu Beginn des GJ	7.753,6	7.203,0	7.483,8	7.756,6	8.316,7	8.880,4	8.806,9	8.283,7	8.358,1	8.176,8			
Verschuldungsgrad	80,98%	73,23%	73,71%	74,01%	76,92%	79,63%	76,39%	70,11%	68,91%	65,88%	44,86%		
Betafaktor verschuldet	0,61	0,60	0,61	0,59	0,62	0,64	0,64	0,61	0,61	0,61	0,61	0,55	
Risikozuschlag	3,51%	3,44%	3,48%	3,42%	3,57%	3,66%	3,66%	3,49%	3,50%	3,54%	3,17%		
Wachstumsrate												-1,50%	
Kapitalisierungszinssatz	5,35%	5,28%	5,32%	5,26%	5,41%	5,50%	5,50%	5,33%	5,34%	5,38%	3,51%		

6.4. Bewertung der Deutsche Wohnen-Gruppe

a) Ermittlung des Ertragswerts

Auf der Basis des auf die Aktionäre der Deutsche Wohnen SE entfallenden Ergebnisses und unter Anwendung der erläuterten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze ergibt sich der Ertragswert der Deutsche Wohnen-Gruppe auf den technischen Stichtag (1. Januar 2025) wie auf der folgenden Seite dargestellt.

Die für die Jahre 2035 ff. dargestellten Nettoeinnahmen stellen eine in der Praxis verbreitete wertgleiche (annuitätische) Verdichtung der Übergangsphase sowie des nachhaltigen Ergebnisses dar (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 55).

	Detailplanungsphase												TV 2035 ff.
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035		
	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan		
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.
Periodenerg. nach nicht beh. Ant.	561,4	508,9	542,9	541,5	588,6	563,3	621,7	564,0	627,3	650,6	619,7		
Innenfinanzierung/Wachstumsthesaurierung	-222,0	-233,2	-254,1	-242,9	-256,8	-241,9	-260,3	-234,7	-254,6	-261,3	-60,0		
Auskehrungspotential (1)	339,4	275,7	288,9	298,7	331,7	321,4	361,4	329,3	372,6	389,3	559,7		
Wertbeitrag aus Ausschüttung	339,4	275,7	288,9	298,7	331,7	321,4	361,4	329,3	372,6	389,3	333,5		
Dividendebesteuerung (2)	89,5	72,7	76,2	78,8	87,5	84,8	14,4	12,3	8,3	12,6	64,2		
Wertbeitrag aus Thesaurierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	226,2		
Veräußerungsgewinnbesteuerung (3)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	49,4		
Nettoeinnahmen (1) - (2) - (3)	249,9	203,0	212,7	219,9	244,2	236,6	347,0	317,0	364,3	376,8	446,2		
Kapitalisierungszinssatz	5,35%	5,28%	5,32%	5,26%	5,41%	5,50%	5,50%	5,33%	5,34%	5,38%	3,51%		
Barwertfaktor	0,9492	0,9016	0,8561	0,8133	0,7716	0,7314	0,6932	0,6582	0,6248	0,5929	16,8810		
Barwerte	237,2	183,0	182,1	178,8	188,4	173,1	240,5	208,6	227,6	223,4	7.531,5		
Ertragswert zum 1. Januar 2025	9.574,2												

b) Sonderwerte der Deutsche Wohnen-Gruppe

Die Deutsche Wohnen-Gruppe hält zum Bewertungsstichtag diverse nicht vollkonsolidierte Beteiligungen, für die keine Beteiligungserträge in der Planungsrechnung enthalten sind.

Diese Beteiligungen haben wir grundsätzlich als Sonderwert mit dem Maximum aus Buchwert und vereinfachtem Ertragswert angesetzt. Da eine Veräußerung der Beteiligungen nicht beabsichtigt ist, haben wir auf eine Belastung der jeweils zugehörigen Sonderwerte mit Unternehmenssteuern aus einer (fiktiven) Veräußerung verzichtet.

Nach der Equity-Methode bilanzierte Finanzanlagen: Zum 30. September 2024 umfassen die nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen einen Buchwert von EUR 100,5 Mio. Insbesondere enthalten sind die Beteiligungen an Gesellschaften der QUARTERBACK-Gruppe. Die Beteiligungen an der QUARTERBACK-Gruppe, für die in der Planungsrechnung der vollständige Ankauf bis Ende 2024 abgebildet wird, werden innerhalb der Planungsrechnung abgebildet. Darüber hinaus wird die durch die Deutsche Wohnen-Gruppe nach dem 30. September 2024 erworbene nach der Equity-Methode bilanzierte Finanzanlage berücksichtigt.

Übrige Beteiligungen: Zum 30. September 2024 umfassen die übrigen Beteiligungen einen Buchwert von EUR 32,7 Mio., der im Wesentlichen auf die Beteiligungen an Gesellschaften der QUARTERBACK-Gruppe entfällt. Für die zum 30. September 2024 noch bestehenden Beteiligungen an der QUARTERBACK-Gruppe haben wir keinen Sonderwert angesetzt (vgl. oben).

Der Beteiligungsbuchwert der Beteiligung an der AVW liegt nahe null und spiegelt demnach nicht den erwarteten Wertbeitrag der – innerhalb des Adjusted EBITDA Value-add erfassten Beteiligungserträge – wider. Daher haben wir den Wertbeitrag der AVW über den Einbezug der geplanten Beteiligungserträge bei der Ertragswertermittlung erfasst. Insoweit scheidet eine Berücksichtigung als Sonderwert aus.

Anhaltspunkte für die Existenz von zusätzlich zu berücksichtigenden Sachverhalten, z. B. nicht betriebsnotwendiger Vermögensteile, liegen nicht vor.

Vorliegend haben wir die Sonderwerte für die Beteiligungen in folgender Höhe angesetzt:

	EUR Mio.
Übrige Beteiligungen	0,4
Nach der Equity-Methode bilanzierte Finanzanlagen	122,0
Sonderwert	122,4

c) Unternehmenswert

Zum 23. Januar 2025 ergibt sich für die Deutsche Wohnen SE folgender Unternehmenswert:

	EUR Mio.
Ertragswert zum 1. Januar 2025	9.574,2
Sonderwert	122,4
Unternehmenswert zum 1. Januar 2025	9.696,6
Aufzinsungsfaktor	1,0033
Unternehmenswert zum 23. Januar 2025	9.728,5
Anzahl der Aktien (in Stück)	396.934.985
Wert je Aktie in EUR zum 23. Januar 2025	24,51

6.5. Vergleichsorientierte Bewertung

Zur Ableitung der Multiplikatoren der Peer-Group-Unternehmen greifen wir auf Analystenschätzungen des EBITDA zurück. Die durchschnittlichen Schätzungen dienen als Maß für die EBITDA-Erwartung, die der Kapitalmarkt bei der Bewertung der Peer-Group-Unternehmen zu Grunde legt.

Für die Vergleichsunternehmen ergeben sich folgende EBITDA Multiplikatoren:

Unternehmen	EBITDA-Multiples		
	2024	2025	2026
LEG	26,7	25,9	24,9
TAG	24,5	22,7	20,8
GCP	21,5	21,4	21,0
Vonovia SE	27,7	27,1	26,0
Minimum	21,5	21,4	20,8
Mittelwert	25,1	24,3	23,2
Maximum	27,7	27,1	26,0

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

In der nachfolgenden Tabelle sind die Erfolgsgrößen dargestellt, die der vergleichenden Marktbewertung zugrunde gelegt wurden. Weiterhin sind die Wertbandbreiten, die sich für den Enterprise Value (Marktwert des Gesamtkapitals) und den Equity Value (Marktwert des Eigenkapitals) der Deutsche Wohnen-Gruppe ergeben, aufgezeigt. Bei der Überleitung auf den Marktwert des Eigenkapitals haben wir das verzinsliche Fremdkapital abgezogen sowie die Sonderwerte addiert.

Es ergeben sich für die Jahre 2024 bis 2026 folgende Werte:

	2024	2025	2026
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.
Ergebnisgröße	642,1	735,0	734,4
Gesamtunternehmenswert - Minimum	13.786,5	15.738,2	15.293,9
Gesamtunternehmenswert - Mittelwert	16.124,2	17.835,2	17.026,8
Gesamtunternehmenswert - Maximum	17.812,7	19.884,7	19.113,0
+ Sonderwert	122,4	122,4	122,4
- Summe verzinsliches (Netto-)Fremdkapital	7.753,6	7.753,6	7.753,6
- Eigenkapital Minderheiten	365,7	365,7	365,7
- Verbindlichkeiten gegenüber nicht beherr. Anteilseignern	159,5	159,5	159,5
Eigenkapitalwert - Minimum	5.630,1	7.581,8	7.137,5
Eigenkapitalwert - Mittelwert	7.967,8	9.678,8	8.870,4
Eigenkapitalwert - Maximum	9.656,4	11.728,3	10.956,6
Anzahl Aktien	396.934.985	396.934.985	396.934.985
Wert je Aktie in EUR - Minimum	14,18	19,10	17,98
Wert je Aktie in EUR - Mittelwert	20,07	24,38	22,35
Wert je Aktie in EUR - Maximum	24,33	29,55	27,60

Quelle: Eigene Berechnungen.

Auf Basis der EBITDA-Multiplikatoren der Peer Group ergibt sich eine Bandbreite für den Wert je Aktie der Deutsche Wohnen SE zwischen EUR 14,18 und EUR 29,55. Die Mittelwerte liegen zwischen EUR 20,07 und EUR 24,38 je Aktie.

Als Ergebnis dieser Plausibilisierungsüberlegungen ist festzustellen, dass der fundamentale, nach IDW S 1 i.d.F. 2008 abgeleitete Unternehmenswert innerhalb der Bandbreite der Marktbewertungen basierend auf den Multiplikatoren der Peer-Group-Unternehmen liegt.

7. Umtauschverhältnisse und Ausgleichszahlung

7.1. Umtauschverhältnisse als Basis der Abfindung gem. § 305 AktG

Nachfolgend wird das börsenkursbasierte Umtauschverhältnis ausgehend von den bezogen auf den 17. September 2024 ermittelten volumengewichteten Dreimonatsdurchschnittskursen dargestellt:

	Deutsche Wohnen SE	Vonovia SE
Dreimonatsdurchschnittskurs zum 17. September 2024	19,81	29,36
Umtauschverhältnis	1	: 0,6747

Das börsenkursbasierte Umtauschverhältnis beträgt bezogen auf den 17. September 2024 0,6747; d. h. für eine Aktie der Deutsche Wohnen SE wären 0,6747 Aktien der Vonovia SE zu gewähren.

Ergänzend weisen wir darauf hin, dass der auf Basis volumengewichteter Dreimonatsdurchschnittskurse über einen Zeitraum von einem Jahr vor dem 17. September 2024 ermittelte Median (bzw. Mittelwert) des börsenkursbasierten Umtauschverhältnisses bei 0,76 (bzw. 0,79) liegt.

Nachfolgend wird das ertragswertbasierte Umtauschverhältnis dargestellt:

	Deutsche Wohnen SE	Vonovia SE
Unternehmenswert in EUR Mio. auf den 23. Januar 2025	9.728,5	25.374,7
Anzahl ausstehende Aktien (Stück)	396.934.985	822.852.925
Wert je Aktie in EUR auf den 23. Januar 2025	24,51	30,84
Umtauschverhältnis	1	: 0,7947

Das ertragswertbasierte Umtauschverhältnis beträgt bezogen auf den 23. Januar 2025 0,7947; d. h. für eine Aktie der Deutsche Wohnen SE wären 0,7947 Aktien der Vonovia SE zu gewähren.

7.2. Ermittlung des Ausgleichs gem. § 304 AktG

Gemäß § 304 Abs. 1 AktG ist den außenstehenden Aktionären ein angemessener Ausgleich anzubieten. Als Ausgleichszahlung ist gemäß § 304 Abs. 2 S. 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren zukünftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Diese gesetzliche Regelung stellt sicher, dass der außenstehende Aktionär eine Ausgleichszahlung erhält, die wertmäßig der Dividende entspricht, die er ohne den Unternehmensvertrag erhalten würde.²⁵⁴

Als Verrentungsbasis wird in der Literatur und der Rechtsprechung auf den Unternehmenswert (bzw. den „wahren“, „wirklichen“ Wert) verwiesen. Für die Ermittlung des Unternehmenswerts wurde dabei regelmäßig auf den Ertragswert verwiesen, selbst dann, wenn dieser unter dem Börsenwert lag.²⁵⁵ In der Folge der Vorlagebeschlüsse des OLG Frankfurt a. M. in Sachen TLG/WCM sowie des OLG München in Sachen Kabel Deutschland²⁵⁶ hat der BGH nun in zwei Beschlüssen klargestellt, dass der Börsenwert grundsätzlich eine geeignete Schätzgrundlage für den Unternehmenswert sein kann und auch als Verrentungsbasis in Frage kommen kann.²⁵⁷

Zur Ableitung der jährlich in gleicher Höhe zu leistenden festen Ausgleichszahlung wird die Verrentungsbasis mit einem Verrentungszinssatz in eine Annuität umgerechnet.²⁵⁸

Für die Ermittlung des Ausgleichsbetrags haben wir den Ertragswert der Deutsche Wohnen SE mit einem Verrentungszinssatz unter der in der Praxis üblichen Annahme einer unendlichen Laufzeit des Unternehmensvertrags in eine Annuität umgerechnet.

a) Verrentungszinssatz

Der Verrentungszinssatz repräsentiert ökonomisch die gegenüber der Ausgleichszahlung laufzeit- und risikoäquivalente Alternativanlage. Da es sich bei der Ausgleichszahlung nicht um eine sichere Zahlung handelt, ist eine Verrentung mit dem risikolosen Basiszinssatz ohne jeglichen Risikozuschlag nicht sachgerecht. Ebenso ist aufgrund der Verlustübernahmeverpflichtung

²⁵⁴ Vgl. BGH, 21. Juli 2003, II ZB 17/01, BGHZ 156, S. 57, 61; OLG München, 17. Juli 2007, 31 Wx 60/06, Tz. 48 (juris).

²⁵⁵ Vgl. so z.B. noch OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 67; m.w.N. Popp/Ruthardt, AG 2022, S. 347, 351.

²⁵⁶ Vgl. OLG Frankfurt, 26. April 2021, 21 W 139/19; OLG München, 14. Dezember 2021, 31 Wx 190/20.

²⁵⁷ Vgl. BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Rz. 68 (BeckRS).

²⁵⁸ Vgl. ausführlich Popp/Ruthardt, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, § 12, Rz. 12.256 ff.

(§ 302 AktG) der herrschenden Gesellschaft während der Vertragsdauer,²⁵⁹ sowie den unabhängig von tatsächlichen Gewinnschwankungen gleichbleibenden Ausgleichszahlungen, die Verwendung des vollen risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatzes des Ertragswertverfahrens nicht sachgerecht.²⁶⁰

In der Praxis finden sich zwei unterschiedliche Vorgehensweisen für die Ermittlung des Verrentungszinssatzes: zum einen der Mittelwertansatz und zum anderen der Bonitätsansatz. Beim Mittelwertansatz wird der risikolose Basiszinssatz um die Hälfte des Risikozuschlags des Ertragswertverfahrens erhöht. Beim Bonitätsansatz (auch „Bond-Spread-Ansatz“ oder „Credit-Spread-Ansatz“) wird der risikolose Basiszinssatz um einen Bonitätszuschlag für das Ausfallrisiko der Muttergesellschaft bzw. der bei Ausfall des Ausgleichsschuldners bürgenden Gesellschaft erhöht.

In der Praxis wird der Bonitätsansatz regelmäßig verwendet, wenn der Unternehmensvertrag eine Klausel vorsieht, nach der das Abfindungsangebot nach § 305 AktG bei Vertragsbeendigung (vorübergehend) wieder auflebt. In diesen Fällen besteht insoweit ein Schutz gegen die „Auszehung“ des abhängigen Unternehmens durch nachteilige Maßnahmen des herrschenden Unternehmens während der Vertragslaufzeit und es verbleibt im Wesentlichen das Bonitätsrisiko des anderen Vertragsteils als Schuldner der Ausgleichszahlung.²⁶¹ Enthält der Unternehmensvertrag dagegen keine Wiederauflebensklausel, wird in der Praxis üblicherweise der Mittelwertansatz herangezogen.²⁶²

Da im vorliegenden Fall ein Wiederaufleben des Abfindungsangebots vertraglich vorgesehen ist, haben wir die Ausgleichszahlung anhand des Bonitätsansatzes ermittelt.

Den Bonitätszuschlag (Credit Spread) haben wir unter Berücksichtigung eines Dreimonatsdurchschnitts der Renditen länger laufender Anleihen der Vonovia SE abgeleitet.

²⁵⁹ Vgl. OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, AG 2013, 724; LG München I, 14. Februar, 5 HKO 16505/08, Beschlusstext, S. 70.

²⁶⁰ Vgl. OLG Frankfurt a.M., 26. April 2021, 21 W 139/19, Rz. 82 (BeckRS); OLG Frankfurt a.M., 28. März 2014, 21 W 15/11, Rz. 237 (juris).

²⁶¹ Vgl. OLG Frankfurt a.M., 28. Juli 2014, 21 W 113/12, Beschlusstext, S. 24; LG Berlin, 23. April 2013, 102 O 134/06, Beschlusstext, S. 122; OLG Frankfurt a.M., 24. November 2011, 21 W 7/11, Rz. 203 (juris).

²⁶² Vgl. Ruthardt/Popp, AG 2022, S. 347, 355; OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext, S. 76; LG München I, 31. Juli 2015, 5 HKO 16371/13, Rz. 391 ff. (juris); LG Berlin v. 23.4.2013 – 102 O 134/06; für den Bonitätszuschlag bei Wiederaufleben vgl. OLG Stuttgart v. 30.3.2021 – 20 W 8/19, Beschlusstext, S. 77; OLG Düsseldorf v. 25.5.2016 – 26 W 2/15 (AktE), AG 2017, 584 = BeckRS Rz. 77.

b) Wachstumsabschlag

Der Verrentungszinssatz ist nicht um einen Wachstumsabschlag zu vermindern,²⁶³ da es sich hierbei um eine fixierte (d. h. nicht preisbedingt wachsende) Größe handelt.

c) Auswirkungen der Abgeltungsteuer

Bei der Festlegung der Ausgleichszahlung ist zu berücksichtigen, dass die Zuflüsse aus dieser Ausgleichszahlung wie Dividenden behandelt werden und daher der Abgeltungsteuer von 25,0 % zuzüglich SolZ unterliegen. Die Ausgleichszahlung selbst ist als Betrag vor persönlichen Einkommensteuern der Anteilseigner zu ermitteln.²⁶⁴

d) Ableitung der Ausgleichszahlung

Ausgangspunkt der Ableitung der Ausgleichszahlung ist der aus dem Unternehmenswert zum 1. Januar 2025 abgeleitete Wert je Aktie der Deutsche Wohnen SE:

	EUR Mio.
Ertragswert zum 1. Januar 2025	9.574,2
Sonderwert	122,4
Unternehmenswert zum 1. Januar 2025	9.696,6
Anzahl der Aktien (in Stück)	396.934.985
Wert je Aktie zum 1. Januar 2025	24,43

Die Ermittlung der angemessenen jährlichen Ausgleichszahlung ergibt sich aus nachfolgender Übersicht:

²⁶³ Vgl. OLG Düsseldorf, 25. Mai 2016, 26 W 2/15, Tz. 78 (BeckRS) m.w.N.; OLG Karlsruhe, 13. Mai 2013, 12 W 77/08 (13), Tz. 106 (juris); OLG München, 17. Juli 2007, 31 Wx 60/06, Tz. 52 (juris).

²⁶⁴ Vgl. OLG Frankfurt, 20. Juli 2016, 21 W 21/14, Tz. 131 (BeckRS); OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 258 (juris); LG Stuttgart, 5. November 2012, 31 O 55/08, Beschlusstext S. 62.

	EUR
Unternehmenswert je Aktie zum 1. Januar 2025	24,43
Basiszinssatz vor Einkommensteuer	2,50%
Credit Spread	1,70%
Verrentungszinssatz vor Einkommensteuer	4,20%
Ausgleichszahlung vor Einkommensteuer	1,03

Zur Ermittlung der Ausgleichszahlung vor Einkommensteuer haben wir den Unternehmenswert je Aktie zum 1. Januar 2025 der Deutsche Wohnen SE mit dem Verrentungszinssatz vor Einkommensteuer multipliziert.

e) Modifikation des festen Ausgleichs nach der BGH-Rechtsprechung

Der BGH hat in seinem Beschluss vom 21. Juli 2003²⁶⁵ die Auffassung vertreten, dass als Ausgleichszahlung der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinnanteil je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-)Körperschaftsteuer in Höhe des jeweils gültigen Steuertarifs zuzusichern sei.²⁶⁶ Anpassungen der Körperschaftsteuer könnten demnach zu Anpassungen der Ausgleichszahlung führen, da nach Auffassung des BGH die „Körperschaftsteuer von der Gesellschaft selbst nicht beeinflusst werden kann, sondern lediglich Ausfluss des von ihr erwirtschafteten Gewinns ist“.²⁶⁷

Zur Berücksichtigung der Auswirkungen von möglichen Änderungen der Körperschaftsteuerbelastungen auf die Höhe der Ausgleichszahlungen im Sinne des BGH-Beschlusses vom 21. Juli 2003, wonach gemäß § 304 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 S. 1 AktG als (fester) Ausgleich der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinnanteil je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-) Körperschaftsteuer in Höhe des jeweils gültigen Steuertarifs zuzusichern ist, ist die Bemessungsgrundlage für die Körperschaftsteuer einschließlich des Solidaritätszuschlags festzuschreiben.²⁶⁸ Die Ermittlung der Garantiedividende erfolgt,

²⁶⁵ Vgl. BGH, 21. Juli 2003, II ZB 17/01, WM 2003, S. 1859 ff.

²⁶⁶ In der Praxis findet sich in diesem Zusammenhang auch das Begriffspaar „Bruttoausgleichsbetrag“ und „Nettoausgleichsbetrag“. Der „Bruttoausgleichsbetrag“ entspricht dem vom BGH als „Bruttogewinnanteil je Aktie“ bezeichneten Betrag. Der „Nettoausgleichsbetrag“ entspricht der „Ausgleichszahlung“ gemäß § 304 Abs. 2 S. 1 AktG.

²⁶⁷ Vgl. kritisch dazu: WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap C Tz. 85; Popp, WPg 2008, S. 23, 25.

²⁶⁸ Vgl. OLG Frankfurt, 26. April 2021, 21 W 139/19, Tz. 90 (BeckRS); OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 254 (juris); BayObLG, 28. Oktober 2005, 3Z BR 071/00, AG 2006, S. 41, 45, LG München I, 31. Juli 2015, 5 HKO 16371, Tz. 403 (juris).

indem die aktuelle Körperschaftsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag von dem aus dem Ertragswert abgeleiteten Bruttogewinnanteil abgezogen wird.

	Bruttogewinnant.	./ (KSt + SolZ)	Ausgleichszahlung
	EUR	EUR	EUR
Ausgleich gesamt	1,22	0,19	1,03

8. Sensitivitäten

Zur Überprüfung des Einflusses der Veränderung von Parametern auf das ertragswertbasierte Umtauschverhältnis sowie die Ausgleichszahlung haben wir verschiedene Sensitivitätsrechnungen durchgeführt. Als Parameter haben wir hierzu die Marktrisikoprämie sowie den Wachstumsabschlag ausgewählt.

Wir weisen vorsorglich darauf hin, dass die nachstehenden Sensitivitätsüberlegungen und die hieraus rechnerisch abgeleiteten Umtauschverhältnisse und Ausgleichszahlungen nur zu Informationszwecken dienen. Die sich rechnerisch ergebenden Umtauschverhältnisse bzw. Ausgleichszahlungen sind nicht dahingehend zu interpretieren, dass sie in Widerspruch zu unseren Bewertungsergebnissen stehen.

Die Marktrisikoprämie nach Steuern haben wir in einer Bandbreite von 5,25 % bis 6,25 % variiert.

Ceteris Paribus ergeben sich folgende Umtauschverhältnisse bzw. Ausgleichszahlungen:

	Marktrisikoprämie				
	5,25%	5,50%	5,75%	6,00%	6,25%
Umtauschverhältnis in Vonovia SE Aktien je Deutsche Wohnen SE Aktie	0,76	0,77	0,79	0,82	0,84
	Marktrisikoprämie				
	5,25%	5,50%	5,75%	6,00%	6,25%
Ausgleichszahlung vor Einkommensteuer in EUR	1,17	1,09	1,03	0,96	0,90

Den Wachstumsabschlag haben wir in einer Bandbreite von 1,00 % bis 2,00 % variiert.

Ceteris Paribus ergeben sich folgende Umtauschverhältnisse bzw. Ausgleichszahlungen:

	Wachstumsabschlag				
	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
Umtauschverhältnis in Vonovia SE Aktien je Deutsche Wohnen SE Aktie	0,86	0,83	0,79	0,77	0,74
	Wachstumsabschlag				
	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
Ausgleichszahlung vor Einkommensteuer in EUR	0,85	0,93	1,03	1,13	1,25

9. Ergebnis

Die Vonovia SE und die Deutsche Wohnen SE haben uns mit der Ableitung des börsenkursbasierten Umtauschverhältnisses sowie des ertragswertbasierten Umtauschverhältnisses für Zwecke der Ermittlung der angemessenen Abfindung in Aktien gemäß § 305 Abs. 2 Nr. 1 AktG beauftragt. Darüber hinaus wurden wir mit der Ableitung des festen Ausgleichs gemäß § 304 Abs. 2 S 1 AktG auf Basis des nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerts der Deutsche Wohnen SE beauftragt.

Der von der BaFin errechnete und am 27. November 2024 mitgeteilte gewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs gemäß § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung der Vonovia SE zum Börsenkurstichtag 17. September 2024 (einschließlich) beträgt EUR 29,36.

Der von der BaFin errechnete und am 27. November 2024 mitgeteilte gewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs gemäß § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung der Deutsche Wohnen SE zum Börsenkurstichtag 17. September 2024 (einschließlich) beträgt EUR 19,81.

Das auf dieser Basis ermittelte **börsenkursbasierte Umtauschverhältnis beträgt 0,6747**.

Der nach dem Ertragswertverfahren unter Beachtung des IDW S 1 i.d.F. 2008 ermittelte objektivierte Unternehmenswert der Vonovia SE zum 23. Januar 2025 beläuft sich auf rund EUR 25.374,7 Mio. Bezogen auf eine Zahl von 822.852.925 ausstehenden Aktien ergibt sich ein Wert je Aktie zum 23. Januar 2025 in Höhe von EUR 30,84.

Der nach dem Ertragswertverfahren unter Beachtung des IDW S 1 i.d.F. 2008 ermittelte objektivierte Unternehmenswert der Deutsche Wohnen SE zum 23. Januar 2025 beläuft sich auf rund EUR 9.728,5 Mio. Bezogen auf eine Zahl von 396.934.985 ausstehenden Aktien ergibt sich ein Wert je Aktie zum 23. Januar 2025 in Höhe von EUR 24,51.

Das auf dieser Basis ermittelte **ertragswertbasierte Umtauschverhältnis beträgt 0,7947**.

Die ausgehend vom objektivierten Unternehmenswert der Deutsche Wohnen SE ermittelte Garantiedividende nach § 304 AktG beträgt je Aktie EUR 1,22 (Bruttogewinnanteil je Aktie) abzüglich eines von der Vonovia SE zu entrichtenden Betrags für die Körperschaftsteuer. Bei der zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses geltenden Körperschaftsteuerbelastung von 15,825 % (inkl. SolZ) ergibt sich ein Abzugsbetrag von EUR 0,19 und damit eine **Ausgleichszahlung von EUR 1,03** je Aktie.

Wir erstatten diese Stellungnahme nach bestem Wissen auf Grund unserer sorgfältigen Untersuchungen und der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte sowie gestützt auf die Berufsgrundsätze der Wirtschaftsprüfer.

Stuttgart, 14. Dezember 2024

RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'M. Popp', written over a light blue horizontal line.

Dr. Matthias Popp
Wirtschaftsprüfer

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'F. Ruthardt', written over a light blue horizontal line.

Dr. Frederik Ruthardt
Wirtschaftsprüfer

Allgemeine Auftragsbedingungen

für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2024

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

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

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

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

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

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

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

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

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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



Anlage 4

**Beschluss des Landgerichts Berlin II vom 2. Oktober 2024 über die
Bestellung der I-ADVISE AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
zum sachverständigen Prüfer (Vertragsprüfer) i.S.v. § 293b Ab-
satz 1 AktG**

Landgericht Berlin II

Az.: 102 AR 9/24 AktG

ZUGESTELLT



Landgericht Berlin II Kammer für Handelssachen Postfach 10 17 43 Feldmühleplatz 1 D-10003 Düsseldorf 40545 Düsseldorf	
15. OKT. 2024	
z. d. A.	Abschr. Pt. / m. resp. Anw.
z. K.	z. St. z. Ed. m. Auf. m. Akten
St.	

Beschluss

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

Beteiligte:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pade
Vorsitzender Richter am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
Berlin, 10.10.2024

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