

Bericht

über die Prüfung der
grenzüberschreitenden Verschmelzung der

**Deutsche Industrie Grundbesitz AG,
Rostock, Deutschland,**

auf die

**CTP N.V.,
Amsterdam, Niederlande**

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
INHALTSVERZEICHNIS	I
ANLAGEN	V
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	VI
TABELLENVERZEICHNIS	VIII
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	XI
A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG	1
I. Auftrag	1
II. Auftragsdurchführung	2
B. GEGENSTAND UND UMFANG DER VERSCHMELZUNGSPRÜFUNG	6
I. Gegenstand der Prüfung	6
II. Umfang der Prüfung	6
III. Beurteilungsmaßstab im Rahmen unserer Prüfungshandlungen	9
C. PRÜFUNG DES VERSCHMELZUNGSPLANS	14
I. Vollständigkeit und Richtigkeit des Verschmelzungsplans	14
1. Rechtsform, Firma und Sitz der beteiligten Rechtsträger (§ 122c Abs. 2 Nr. 1 UmwG)	14
2. Umtauschverhältnis der Aktien (§ 122c Abs. 2 Nr. 2 UmwG)	14
3. Einzelheiten hinsichtlich der Übertragung der Aktien (§ 122c Abs. 2 Nr. 3 UmwG)	15
4. Auswirkungen der Verschmelzung auf die Beschäftigung (§ 122c Abs. 2 Nr. 4 UmwG)	16
5. Dividendenberechtigung (§ 122c Abs. 2 Nr. 5 UmwG)	16
6. Verschmelzungsschlichtung (§ 122c Abs. 2 Nr. 6 UmwG)	17
7. Gewährung besonderer Rechte (§ 122c Abs. 2 Nr. 7 UmwG)	17

8.	Gewährung besonderer Vorteile (§ 122c Abs. 2 Nr. 8 UmwG)	17
9.	Satzung der übernehmenden Gesellschaft (§ 122c Abs. 2 Nr. 9 UmwG)	17
10.	Angaben zum Verfahren der Arbeitnehmermitbestimmung (§ 122c Abs. 2 Nr. 10 UmwG)	18
11.	Angaben zur Bewertung des Aktiv- und Passivvermögens (§ 122c Abs. 2 Nr. 11 UmwG)	18
12.	Stichtag der Bilanzen, die zur Festlegung der Bedingungen der Verschmelzung verwendet werden (§ 122c Abs. 2 Nr. 12 UmwG)	19
13.	Abfindungsangebot (§§ 122i Abs. 1, 30 Abs. 2 UmwG)	19
II.	Richtigkeit der fakultativen Regelungen des Verschmelzungsplans	20
III.	Angaben zur Ermittlung des Umtauschverhältnisses und der Barabfindung	21
1.	Methode zur Ermittlung des Umtauschverhältnisses und der Barabfindung	21
2.	Angemessenheit der Methode zur Ermittlung des Umtauschverhältnisses und der Barabfindung	23
a)	Vorbemerkung	23
b)	Ertragswert und Discounted Cash Flow	24
c)	Net Asset Value (NAV)	26
d)	Liquidationswert	29
e)	Substanzwert	30
f)	Vergleichende Marktbewertung	30
g)	Börsenwert	31
h)	Ergebnis	32
3.	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	33
D.	PRÜFUNGSFESTSTELLUNGEN IM EINZELNEN	34
I.	Bewertungsobjekte	34
1.	Deutsche Industrie Grundbesitz AG (DIG) und ihre Tochtergesellschaften	34
a)	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	34
b)	Wirtschaftliche Grundlagen	36
c)	Immobilienportfolio der DIG	41
2.	CTP N.V. (CTP)	49
a)	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	49
b)	Wirtschaftliche Grundlagen	52
c)	Immobilienportfolio der CTP	58
3.	Markt und Wettbewerbssituation	64
a)	Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen	64
b)	Deutschland: Investmentmarkt für Unternehmensimmobilien	73
c)	Mittel und Osteuropa: Markt für Logistik- und Industrieimmobilien	83
d)	Wettbewerb	90

II.	Bewertungsstichtag	97
III.	Bewertungsverfahren	98
IV.	Analyse der Vergangenheit und der Planung	100
1.	DIG	100
a)	Vergangenheitsanalyse	100
b)	Planungsprozess	111
c)	Analyse der Planungsrechnung in der Detailplanungsphase	113
d)	Plananpassungen	123
e)	Konvergenzphase und nachhaltiges Ergebnis	124
f)	Gesamtwürdigung und Anpassung der Planannahmen	129
2.	CTP	133
a)	Vergangenheitsanalyse	133
b)	Planungsprozess	143
c)	Analyse der Planungsrechnung in der Detailplanungsphase	144
d)	Plananpassungen	151
e)	Konvergenzphase und nachhaltiges Ergebnis	151
f)	Gesamtwürdigung und Anpassung der Planannahmen	155
3.	Zusammenfassung der Analyseergebnisse	157
V.	Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes	160
1.	Vorbemerkung	160
2.	Basiszinssatz	161
3.	Risikozuschlag	163
a)	Marktrisikoprämie	164
b)	Betafaktor der DIG	167
c)	Betafaktor der CTP	179
4.	Wachstumsabschlag	184
5.	Ermittlung der Kapitalisierungszinssätze	186
a)	Kapitalisierungszinssätze der DIG	186
b)	Kapitalisierungszinssätze der CTP	188
VI.	Ermittlung der Unternehmenswerte nach dem NAV	189
1.	Vorgehensweise und Bewertungsgrundlagen	189
2.	NAV der DIG	192
a)	Überblick	192
b)	Vermögenswerte	193
c)	Schulden	194
d)	Barwert der Verwaltungskosten	195
e)	NAV zum 9. Juni 2022	195
3.	NAV der CTP	197
a)	Überblick	197
b)	Vermögenswerte	198
c)	Schulden	200
d)	Barwert der Verwaltungskosten	201
e)	Wertbeitrag des operativen Geschäfts und der Land Bank-Entwicklung	201
f)	Anpassung des Verkehrswerts notierten Anleihen zum 22. April 2022	203
g)	NAV zum 9. Juni 2022	204

VII.	Ermittlung der Unternehmenswerte nach dem DCF-/Ertragswertverfahren	205
1.	DIG	205
a)	Vorgehensweise und Bewertungsgrundlagen	205
b)	Ertragswert der DIG gem. IDW S 1 vor persönlichen Steuern	206
c)	Ertragswert der DIG gemäß IDW S 1 nach persönlichen Steuern	208
2.	CTP	214
a)	Vorgehensweise und Bewertungsgrundlagen	214
b)	Ertragswert der CTP gem. IDW S 1 vor persönlichen Steuern	215
VIII.	Vergleichende Marktbewertung	219
1.	Vergleichende Marktbewertung der DIG	222
2.	Vergleichende Marktbewertung der CTP	229
IX.	Analyse der Börsenkurse	236
1.	Vorbemerkungen	236
2.	Börsenkursanalyse der DIG	238
3.	Börsenkursanalyse der CTP	240
E.	ABLEITUNG DES UMTAUSCHVERHÄLTNISSES	242
F.	ABLEITUNG DER BARABFINDUNG	245
G.	PRÜFUNGSERGEBNIS	247
H.	ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DES UMTAUSCHVERHÄLTNISSES UND ZUR ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG	249

ANLAGEN

1. Beschluss der 3. Kammer für Handelssachen beim Landgericht Rostock vom 8. Februar 2022 über die Bestellung der IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, zur Verschmelzungsprüferin zur Überprüfung des Verschmelzungsplans oder seines Entwurfs, nach den §§ 9 bis 12 UmwG sowie gemäß §§ 122i, 30 Abs. 2 UmwG der Angemessenheit der anzubietenden Barabfindung entsprechend §§ 10 bis 12 UmwG
2. Verschmelzungsplan vom 22. April 2022
3. Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1:	Beurteilungsmaßstab für die Plausibilität einer Annahme	11
Abbildung 2:	Gesellschaftsrechtliche Struktur der DIG	36
Abbildung 3:	Vermietungsstruktur im Portfoliobestand der DIG	40
Abbildung 4:	DIG – Regionale Portfolioverteilung nach Standorten	42
Abbildung 5:	DIG – DIG-Portfolio Verteilung nach Regionen und Objektarten	43
Abbildung 6:	DIG – Leerstände und Leerstandsquoten nach Objektarten	44
Abbildung 7:	DIG – Portfolioanalyse nach Mieterstruktur	45
Abbildung 8:	DIG – Miete per m² vs. Leerstandsquoten – Lager-, Logistik- und Produktionsflächen	46
Abbildung 9:	DIG – Miete per m² vs. Leerstandsquoten – Büro- und Freiflächen	47
Abbildung 10:	DIG - Nettoanfangsrenditen vs. Diskontierungsraten auf Objektebene	48
Abbildung 11:	Gesellschaftsrechtliche Struktur der CTP	51
Abbildung 12:	Bruttoinventarwert (8,5 Mrd. €) per 31. 12. 2021 nach Ländern	54
Abbildung 13:	Mieteinnahmen nach Nutzungsart (2021)	56
Abbildung 14:	CTP – Regionale Portfolioverteilung nach Standorten	59
Abbildung 15:	CTP – Portfolioverteilung nach Ländern und Objektarten	60
Abbildung 16:	CTP – Leerstände und Leerstandsquoten nach Objektarten	61
Abbildung 17:	CTP – Landreserven nach Ländern	62
Abbildung 18:	Rendite ausgewählter zehnjähriger Staatsanleihen	66
Abbildung 19:	Investmentvolumen nach Objektarten, 2013 bis H1 2021	76
Abbildung 20:	Bruttoanfangsrenditen nach Objektkategorie, 1. Halbjahr 2021	77
Abbildung 21:	Flächenumsätze nach Objektkategorie, H1 2013 bis H1 2021	79
Abbildung 22:	Flächenumsatz nach Flächenkategorien (in m²), H1 2013 bis H1 2021	80
Abbildung 23:	Flächengewichtete Laufzeiten der Mietverträge, 2013 bis H1 2021	81
Abbildung 24:	Renditedifferenz ausgewählter Märkte West- sowie Mittel- und Osteuropas bei Logistikimmobilien (2010-2020)	83
Abbildung 25:	Leerstandsquoten und Restlaufzeiten der Mietverträge – CTP und DIG vs. Peer Group	92
Abbildung 26:	Jahresüberschuss vs. Portfoliowert – CTP und DIG vs. Peer Group	93
Abbildung 27:	Leerstandsquote versus Nettoanfangsrendite – CTP und DIG vs. Peer Group	94
Abbildung 28:	Verschuldung versus Nettoanfangsrendite – CTP und DIG vs. Peer Group	95
Abbildung 29:	Handelsquote und relativer Bid-Ask-Spread der Deutsche Industrie REIT AG im Zeitraum vom 26. Oktober 2019 bis 25. Oktober 2021	169

Abbildung 30:	Unternehmenswert der DIG in Mio. € anhand von Multiplikatoren-Bandbreiten sowie auf Basis der Ertragsbewertung durch ValueTrust	228
Abbildung 31:	Unternehmenswert der CTP in Mio. € anhand von Multiplikatoren-Bandbreiten sowie auf Basis der Ertragsbewertung durch ValueTrust	235

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1:	Maßnahmen der materiellen Planungsplausibilisierung gemäß IDW Praxishinweis 2/2017	12
Tabelle 2:	Rechtliche Verhältnisse der DIG	35
Tabelle 3:	Nutzungsarten der Liegenschaften	39
Tabelle 4:	Portfoliodaten nach Objekttyp	39
Tabelle 5:	Anteil der Top 10 Mieter am gesamten Mietaufkommen	41
Tabelle 6:	Rechtliche Verhältnisse der CTP	50
Tabelle 7:	Kennziffern des Bestandsportfolios (ohne Hotels) für 2021	55
Tabelle 8:	Mieterbeispiele nach Branchen	56
Tabelle 9:	Veränderungsraten des realen Bruttoinlandsprodukts (in % zum Vorjahr)	64
Tabelle 10:	Ausgewählte Fundamentaldaten für Deutschland und CEE (Schätzungen bzw. Prognose für 2021)	69
Tabelle 11:	Kategorien von Unternehmensimmobilien und deren Charakteristika	75
Tabelle 12:	Mieten nach Flächentyp, 1. Halbjahr 2021	78
Tabelle 13:	Spitzenrenditen verschiedener Assetklassen in ausgewählten Städten	84
Tabelle 14:	Wesentliche Portfoliokennzahlen der Peer Group	91
Tabelle 15:	Unbereinigte Ertragslage der DIG nach IFRS für die Jahre 2018/19 bis 2020/21	101
Tabelle 16:	Ableitung des FFO der DIG für die Jahre 2018/19 bis 2020/21	104
Tabelle 17:	Angepasste GuV der DIG für die Geschäftsjahre 2018/19 bis 2020/21	106
Tabelle 18:	Vermögens- und Finanzlage der DIG zum 30. September 2019, 2020 und 2021	108
Tabelle 19:	Vermögens- und Kapitalstruktur der DIG für die Geschäftsjahre 2018/19 bis 2020/21	111
Tabelle 20:	Angepasste (Plan-)Gewinn- und Verlustrechnung der DIG von 2020/21 bis 2024/25	114
Tabelle 21:	Plan-GuV der DIG in der Konvergenzphase und nachhaltig	125
Tabelle 22:	Gewinn- und Verlustrechnung der CTP der Geschäftsjahre 2019 bis 2021	133
Tabelle 23:	Herleitung des Netto-Betriebsergebnisses nach Bereichen für die Geschäftsjahre 2019 bis 2021	134
Tabelle 24:	Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung des CTP-Konzerns für die Geschäftsjahre 2019 bis 2021	138

Tabelle 25:	Vermögens- und Kapitalstruktur der CTP in den Geschäftsjahren 2019, 2020 und 2021	140
Tabelle 26:	Net LTV der CTP in den Geschäftsjahren 2019, 2020 und 2021	142
Tabelle 27:	Angepasste (Plan-) GuV der CTP von 2019 bis 2026	145
Tabelle 28:	Plan-GuV der CTP in der Konvergenzphase und nachhaltig	152
Tabelle 29:	Kriterien zur Peer Group-Auswahl der DIG	174
Tabelle 30:	Vergleich der DIG-Peer Group – IVA und ValueTrust	175
Tabelle 31:	Ergebnisse der Betaanalyse der DIG-Peer Group über einen Zweijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall	177
Tabelle 32:	Ergebnisse der Betaanalyse der DIG-Peer Group über einen Dreijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall	177
Tabelle 33:	Ergebnisse der Betaanalyse der DIG-Peer Group über einen Fünfjahres-Zeitraum bei monatlichen Renditeintervall	178
Tabelle 34:	Kriterien zur Peer Group-Auswahl der CTP	180
Tabelle 35:	Vergleich der CTP-Peer Group – IVA und ValueTrust	181
Tabelle 36:	Ergebnisse der Betaanalyse der CTP-Peer Group über einen Zweijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall	182
Tabelle 37:	Ergebnisse der Betaanalyse der CTP-Peer Group über einen Dreijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall	182
Tabelle 38:	Ergebnisse der Betaanalyse der CTP-Peer Group über einen Fünfjahres-Zeitraum bei monatlichen Renditeintervall	183
Tabelle 39:	Ermittlung der Eigenkapitalkosten der DIG im Detailplanungszeitraum, der Konvergenzphase und nachhaltig – vor persönlichen Ertragsteuern	186
Tabelle 40:	Ermittlung der Eigenkapitalkosten der DIG im Detailplanungszeitraum, der Konvergenzphase und nachhaltig – nach persönlichen Steuern	187
Tabelle 41:	Ermittlung der Eigenkapitalkosten der CTP im Detailplanungszeitraum, der Konvergenzphase und nachhaltig – vor persönlichen Steuern	188
Tabelle 42:	DIG: Saldo aus Vermögen und Schulden zum 30. September 2021	192
Tabelle 43:	CTP: Saldo aus Vermögen und Schulden zum 31. Dezember 2021	198
Tabelle 44:	CTP: Verkehrswert notierter Anleihen zum 8. April 2022	203
Tabelle 45:	Ableitung der Entziehbaren Überschüsse der DIG vor persönlichen Steuern	206
Tabelle 46:	Ertragswert der DIG vor persönlichen Steuern zum 9. Juni 2022	207
Tabelle 47:	Ableitung der Entziehbaren Überschüsse der DIG nach persönlichen Steuern	211
Tabelle 48:	Ertragswert der DIG nach persönlichen Steuern zum 9. Juni 2022	212

Tabelle 49:	Ableitung der Entziehbaren Überschüsse der CTP vor persönlichen Steuern	215
Tabelle 50:	Ertragswert der CTP vor persönlichen Steuern zum 9. Juni 2022	217
Tabelle 51:	Unternehmenswert und Wert je Aktie der CTP zum 9. Juni 2022 ohne Berücksichtigung der Sachkapitalerhöhung	217
Tabelle 52:	Unternehmenswert und Wert je Aktie der CTP zum 9. Juni 2022 mit Berücksichtigung der Sachkapitalerhöhung	218
Tabelle 53:	DIG: EV/Umsatzerlöse-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen	222
Tabelle 54:	Marktwert des Eigenkapitals der DIG anhand von EV/Umsatz-Multiplikatoren	223
Tabelle 55:	DIG: EV/EBITDA-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen	224
Tabelle 56:	Marktwert des Eigenkapitals der DIG anhand von EV/EBITDA-Multiplikatoren	225
Tabelle 57:	DIG: EV/EBIT-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen	226
Tabelle 58:	Marktwert des Eigenkapitals der DIG anhand von EV/EBIT-Multiplikatoren	227
Tabelle 59:	CTP: EV/Umsatzerlöse-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen	229
Tabelle 60:	Marktwert des Eigenkapitals der CTP anhand von EV/Umsatz-Multiplikatoren	230
Tabelle 61:	CTP: EV/EBITDA-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen	231
Tabelle 62:	Marktwert des Eigenkapitals der CTP anhand von EV/EBITDA-Multiplikatoren	232
Tabelle 63:	CTP: EV/EBIT-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen	233
Tabelle 64:	Marktwert des Eigenkapitals der CTP anhand von EV/EBIT-Multiplikatoren	234
Tabelle 65:	Ermittlung des Wertes je Aktie	242
Tabelle 66:	Ermittlung des Wertes je Aktie der DIG	245

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

a.a.O.	am angegebenen Ort
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
bspw.	beispielsweise
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum Bundesverfassungsgericht
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CBRE	CBRE Group, Inc. (Coldwell Banker Richard Ellis), Dallas/USA
CDAX	Composite Deutscher Aktienindex
CEE	Central and Eastern Europe
c.p.	ceteris paribus
CTP	CTP N.V., Amsterdam/Niederlande
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
d.h.	das heißt
DIG	Deutsche Industrie Grundbesitz AG, Rostock
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
EACVA	European Association of Certified Valuers and Analysts e.V.
EBIT	Earnings before Interest and Taxes;
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, and Amortization
EBT	Earnings before Taxes;
EPRA	European Public Real Estate Association
ERV	Expected Rental Value
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EV	Enterprise Value
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende

FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
ff.	die folgenden (Plural)
FFO	Funds from Operations
FTE	Flow-to-Equity
gem.	gemäß
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber
GLA	Gross Lettable Area
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GTAI	Germany Trade and Invest
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister Abteilung B
IAS	International Accounting Standardsi.d.F. in der Fassung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IFRS	International Financial Reporting Standards
i.H.v.	in Höhe von
inkl.	inklusive
insb.	insbesondere
i.S.d.	im Sinne des
IVA	IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
i.V.m.	in Verbindung mit
IVSC	International Valuation Standards Council
IW	Institut der deutschen Wirtschaft
IWF	Internationaler Währungsfonds
IWIP	Industrieimmobilien-Index
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
LG	Landgericht
LTV	Loan-to-Value
MgVG	Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung
Mio.	Million/en
NACVA	National Association of Certified Valuers and Analysts
NAV	Net Asset Value
NPV	Net Present Value
NRV	Net Reinstatement Value
NTA	Net Tangible Assets Value

o.ä.	oder ähnliche/s
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum
P/BV	Price/Book Value
rd.	rund
S	Standard
S.	Seite
SE	Societas Europaea
sog.	so genannt(e)
T	Tausend/e
Tz.	Textziffer
T€	Tausend Euro
u.a.	unter anderem
u.E.	unseres Erachtens
UmwG	Umwandlungsgesetz
USD	US-Dollar
ValueTrust	ValueTrust Financial Advisors SE, München
vgl.	vergleiche
WALT	weighted average lease term
wiiw	Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z.B.	zum Beispiel
ZIA	Zentraler Immobilien Ausschuss e.V.
zzgl.	zuzüglich
€	Euro

A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

I. Auftrag

1. Die Deutsche Industrie Grundbesitz AG, Rostock, Deutschland („DIG“), und die CTP N.V., Amsterdam, Niederlande („CTP“), beabsichtigen, eine grenzüberschreitende Verschmelzung durchzuführen, bei der die DIG als übertragende Gesellschaft im Wege einer Aufwärtsverschmelzung (sog. Upstream-Merger) gemäß §§ 122a ff. UmwG und Titel 2.7 des niederländischen Bürgerlichen Gesetzbuches auf die CTP als übernehmende Gesellschaft verschmolzen wird. Dazu überträgt die DIG ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung gem. § 122a Abs. 2 UmwG i.V.m. § 2 Nr. 1 UmwG auf die CTP (Verschmelzung durch Aufnahme). Die CTP übernimmt als Gesamtrechtsnachfolgerin das Vermögen der DIG als Ganzes.
2. Die Übernahme des Vermögens der DIG soll im Innenverhältnis mit Wirkung zum Beginn des 1. April 2022 erfolgen. Von diesem Zeitpunkt an gelten alle Handlungen und Geschäfte der DIG als für Rechnung der CTP vorgenommen („Verschmelzungsstichtag“).
3. Der Verschmelzungsplan vom 22. April 2022 soll in der ordentlichen Hauptversammlung der DIG am 9. Juni 2022 und in der außerordentlichen Hauptversammlung der CTP, die derzeit für den 15. Juni 2022 geplant ist, zur Zustimmung vorgelegt werden. Als **Stichtag** für die Wertermittlungen und die Ermittlung des Umtauschverhältnisses wurde daher der 9. Juni 2022 gewählt. Das ist der Tag, an dem auf der Hauptversammlung der übertragenden Gesellschaft der Beschluss zur Verschmelzung gefasst werden soll.
4. Auf Antrag der DIG hat uns das Landgericht Rostock, 3. Kammer für Handelssachen, am 8. Februar 2022 zur Verschmelzungsprüferin für die Überprüfung des Verschmelzungsplans nach den §§ 9 bis 12 UmwG sowie gem. §§ 122i, 30 Abs. 2 UmwG für die Überprüfung der Angemessenheit der anzubietenden Barabfindung entsprechend §§ 10 bis 12 UmwG bestellt (vgl. Anlage 1).
5. Gegenstand unserer Prüfung war der Verschmelzungsplan vom 22. April 2022, insb. die Beurteilung des darin vereinbarten Umtauschverhältnisses und der Barabfindung, die in dem gemeinsamen Verschmelzungsbericht des Vorstands der DIG und des Verwaltungsrats der CTP rechtlich und wirtschaftlich erläutert und begründet werden.
6. Das Umtauschverhältnis und die Barabfindung wurden auf der Grundlage der von der DIG und der CTP gemeinschaftlich in Auftrag gegebenen gutachtlichen Stellungnahme der ValueTrust Financial Advisors SE, München (kurz: „ValueTrust“ oder „Bewertungsgutachterin“), zur

Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses der Aktien der CTP und der DIG sowie der Barabfindung im Rahmen der grenzüberschreitenden Verschmelzung vom 22. April 2022, festgelegt.

7. Die in der Funktion eines neutralen Gutachters unter dem Datum 22. April 2022 erstattete gutachtliche Stellungnahme ist dem gemeinsamen Verschmelzungsbericht als Anlage 4 beigelegt.

II. Auftragsdurchführung

8. Wir haben unsere Prüfung nach der gerichtlichen Bestellung am 8. Februar 2022 aufgenommen und bis zum 28. April 2022 in unseren Büros in Frankfurt am Main, Hamburg und Landau in der Pfalz sowie in den Homeoffices der an der Prüfung beteiligten Mitarbeiter durchgeführt. Die als Grundlage der Wertermittlung dienenden Planungsrechnungen und Unterlagen zur Bewertung der DIG und der CTP haben wir erhalten und in Gesprächen mit Vertretern der DIG und der CTP sowie der Bewertungsgutachterin ValueTrust auf ihre Plausibilität überprüft.
9. Für unsere Prüfung standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:
 - Verschmelzungsplan vom 22. April 2022 (Anlage 2);
 - Gemeinsamer Verschmelzungsbericht des Vorstands der DIG und des Verwaltungsrats der CTP vom 26. April 2022;
 - Gutachtliche Stellungnahme der ValueTrust vom 22. April 2022 zur Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses der Aktien der CTP N.V. und der Deutsche Industrie Grundbesitz AG sowie der Barabfindung im Rahmen der grenzüberschreitenden Verschmelzung zum Bewertungsstichtag 9. Juni 2022;
 - Handelsregisterauszug der DIG vom 24. Januar 2022 sowie Satzung in der Fassung vom 8. Dezember 2021;
 - Bericht über die Prüfung des IFRS Einzelabschlusses der Deutsche Industrie REIT-AG für die Geschäftsjahre 2019/20 und 2020/21;
 - Bericht über die Prüfung des Jahresabschlusses der Deutsche Industrie REIT-AG für die Geschäftsjahre 2019/20 und 2020/21;

- Geschäftsberichte der Deutsche Industrie REIT-AG für die Geschäftsjahre 2018/19 bis 2020/21;
- Integrierte Planungsrechnung der DIG für die Geschäftsjahre 2021/22 bis 2024/25, verabschiedet vom Vorstand am 1. Februar 2022;
- CBRE-Gutachten vom 5. Oktober 2021 über den Wert des Immobilienportfolios der DIG zum 30. Juni 2021;
- Angebotsunterlage zum freiwilligen öffentlichen Übernahme- und Delisting-Angebot von CTP vom 7. Dezember 2021;
- Gemeinsame begründete Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats der DIG gem. § 27 Abs. 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) zum freiwilligen öffentlichen Übernahme- und Delisting-Angebot der CTP vom 16. Dezember 2021;
- Fairness Opinion der VICTORIAPARTNERS vom 16. Dezember 2021;
- Protokolle über Sitzungen des Vorstands und des Aufsichtsrates der DIG in den Geschäftsjahren 2018/2019 bis 2020/21 sowie im laufenden Geschäftsjahr;
- Akquisitionspipeline der DIG mit Stand vom 7. April 2022;
- Handelsregisterauszug der CTP vom 10. Januar 2022 sowie Statuten (Satzung) in der Fassung vom 29. März 2021;
- Geprüfte Konzernabschlüsse der CTP für die Geschäftsjahre 2019 bis 2021;
- Geschäftsberichte der CTP für die Geschäftsjahre 2019 bis 2021;
- Integrierte Planungsrechnung der CTP für die Geschäftsjahre 2022 bis 2026, verabschiedet vom Vorstand am 8. März 2022;
- Cushman & Wakefield-Gutachten vom 24. Januar 2022 über den Wert des Immobilienportfolios der CTP zum 31. Dezember 2021;
- Einsichtnahme in die Protokolle über Sitzungen des Verwaltungsrats der CTP im Geschäftsjahr 2021 und die Protokollentwürfe aus dem laufenden Geschäftsjahr;

- Auszüge aus den Arbeitspapieren der Bewertungsgutachterin;
 - sonstige für die Bewertung relevante Unterlagen und Informationen.
10. Darüber hinaus haben wir auf öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.
 11. Der Verschmelzungsplan, der gemeinsame Verschmelzungsbericht und die gutachtliche Stellungnahme der ValueTrust lagen uns bereits vor ihrer Unterzeichnung als Entwürfe vor.
 12. Die in der Stellungnahme **IDW S 1** des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland enthaltenen Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen in der Fassung vom 2. April 2008 haben wir beachtet. Ferner haben wir die NACVA/EACVA Professional Standards der National Association of Certified Valuers and Analysts (NACVA) bzw. European Association of Certified Valuers and Analysts (EACVA) vom 1. Juni 2017 und die relevanten International Valuation Standards des International Valuation Standards Council (IVSC) beachtet.
 13. Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir in die Arbeitspapiere des Gutachters ValueTrust Einsicht genommen.
 14. Ergänzende Auskünfte wurden uns vom Vorstand der DIG und dem Verwaltungsrat der CTP sowie den von ihnen jeweils benannten Auskunftspersonen erteilt. Alle von uns erbetenen Aufklärungen und Nachweise wurden bereitwillig erteilt. Der Vorstand der DIG und der Verwaltungsrat der CTP haben uns gegenüber am 28. April 2022 jeweils eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns jeweils alle Angaben und Unterlagen, die für unsere Prüfung des Verschmelzungsplans von Bedeutung sind, vollständig und richtig zur Verfügung gestellt worden sind.
 15. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, Jahresabschlüsse, Lageberichte oder Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Diese Prüfungen sind nicht Gegenstand einer Verschmelzungsprüfung. Die Übereinstimmung der Jahresabschlüsse der DIG (nach HGB) und der Einzelabschlüsse der DIG und CTP (nach IFRS) und der Konzernabschlüsse der CTP (nach IFRS) mit den jeweiligen Rechnungslegungsvorschriften und den maßgebenden gesetzlichen Vorschriften ist vom jeweiligen Abschlussprüfer der DIG und der CTP für die oben genannten Geschäftsjahre jeweils uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahres-, Einzel- und Konzernabschlüsse und der Beachtung bilanzieller

Bewertungsvorschriften gehen wir daher von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

16. Über das Ergebnis unserer am 28. April 2022 abgeschlossenen Verschmelzungsprüfung erstatten wir gem. §§ 122f, 12 UmwG den folgenden Bericht.
17. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Verschmelzungsprüfung am 28. April 2022 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlungen, die über die Zustimmung zum Verschmelzungsvertrag zwischen der DIG und der CTP beschließen werden, wesentliche Veränderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen ergeben, die sich auf das Umtauschverhältnis bzw. die Höhe der Barabfindung auswirken, wären diese noch zu berücksichtigen.
18. Wir haben bei unserer Verschmelzungsprüfung die Vorschriften zur Unabhängigkeit gem. §§ 122f, 11 Abs. 1 UmwG beachtet.
19. Für unsere Verantwortlichkeit gegenüber den an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften und ihren Aktionären ist § 11 Abs. 2 UmwG i.V.m. § 323 HGB zu beachten.
20. Der Prüfungsbericht dient der Dokumentation unserer Prüfung des Verschmelzungsplans. Die Verwendung unseres Prüfungsberichts außerhalb der schriftlichen und mündlichen Berichterstattung an die Aktionäre bzw. die Hauptversammlungen der DIG und der CTP, der Information der Organe, der Vorlage beim Registergericht sowie im Rahmen eventueller Gerichtsverfahren (z.B. Spruchverfahren) bedarf unserer vorherigen schriftlichen Einwilligung. Ohne diese schriftliche Einwilligung darf unser Prüfungsbericht nicht an Dritte weitergegeben werden. Die Einwilligung wird nicht aus unbilligen Gründen verweigert werden.
21. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die als Anlage 3 beigefügten **Allgemeinen Auftragsbedingungen** für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgebend. Bei einer Verwendung unseres Berichts für andere als dem Auftrag zugrunde liegende Zwecke ist dafür Sorge zu tragen, dass auch in diesen Fällen die vorgenannten Allgemeinen Auftragsbedingungen Anwendung finden.
22. Wir weisen darauf hin, dass die im Prüfungsbericht nachfolgend dargestellten Berechnungen grundsätzlich ohne Nachkommastelle ausgewiesen werden. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition und Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- und Gesamtsummen führen. Soweit nicht gesondert erläutert, entsprechen sämtliche wiedergegebenen Finanzaufstellungen den Bestimmungen der International Financial Reporting Standards (IFRS).

B. GEGENSTAND UND UMFANG DER VERSCHMELZUNGSPRÜFUNG

I. Gegenstand der Prüfung

23. Die Verschmelzungsprüfung erstreckt sich gem. §§ 122f, 9 Abs. 1 UmwG auf die Prüfung der Vollständigkeit und Richtigkeit der im Verschmelzungsplan oder seinem Entwurf enthaltenen Angaben und insb. darauf, ob das darin vorgesehene Umtauschverhältnis angemessen ist. Sofern die übernehmende Gesellschaft nicht dem deutschen Recht unterliegt und daher gem. § 122i Abs. 1 UmwG ein Barabfindungsangebot in den Verschmelzungsplan aufgenommen werden muss, ist gem. §§ 122i, 30 Abs. 2 UmwG auch dessen Angemessenheit nach den §§ 10 bis 12 UmwG zu prüfen.
24. Gegenstand unserer Prüfung ist der Verschmelzungsplan zwischen der DIG als übertragender Gesellschaft und der CTP als aufnehmender Gesellschaft vom 22. April 2022.
25. Der gemeinsame Verschmelzungsbericht des Vorstands der DIG und des Verwaltungsrats der CTP gem. §§ 122e, 8 UmwG in dem die Zusammenführung, der Verschmelzungsplan im Detail und insb. das Umtauschverhältnis rechtlich und wirtschaftlich erläutert und begründet werden, ist nicht Gegenstand der gesetzlichen Verschmelzungsprüfung. Soweit der gemeinsame Verschmelzungsbericht jedoch das Umtauschverhältnis und das Barabfindungsangebot erläutert und begründet, haben wir die enthaltenen Angaben zur Überprüfung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses und der Barabfindung verwendet.
26. Es gehört auch nicht zu den Aufgaben des Verschmelzungsprüfers, die Zweckmäßigkeit oder Wirtschaftlichkeit des Zusammenschlusses zu beurteilen.

II. Umfang der Prüfung

27. Der Umfang der Prüfung wird in §§ 122f, 9 Abs. 1 UmwG nicht explizit geregelt. Nach der Rechtsprechung des BGH ist der Verschmelzungsplan oder dessen Entwurf zunächst auf Vollständigkeit und Richtigkeit zu prüfen.
28. Die Prüfung der Vollständigkeit des Verschmelzungsplans erstreckt sich darauf, ob die allgemeinen und rechtsformspezifischen Mindestangaben enthalten sind. Gemäß § 122c Abs. 2 Nr. 1 bis 12 UmwG muss der Verschmelzungsplan mindestens folgende Angaben enthalten:

- Rechtsform, Firma und Sitz der übertragenden und übernehmenden oder neuen Gesellschaft,
- das Umtauschverhältnis der Gesellschaftsanteile und gegebenenfalls die Höhe der baren Zuzahlungen,
- die Einzelheiten hinsichtlich der Übertragung der Gesellschaftsanteile der übernehmenden oder neuen Gesellschaft,
- die voraussichtlichen Auswirkungen der Verschmelzung auf die Beschäftigung,
- den Zeitpunkt, von dem an die Gesellschaftsanteile deren Inhabern das Recht auf Beteiligung am Gewinn gewähren, sowie alle Besonderheiten, die eine Auswirkung auf dieses Recht haben,
- den Zeitpunkt, von dem an die Handlungen der übertragenden Gesellschaften unter dem Gesichtspunkt der Rechnungslegung als für Rechnung der übernehmenden oder neuen Gesellschaft vorgenommen gelten (Verschmelzungstichtag),
- die Rechte, die die übernehmende oder neue Gesellschaft den mit Sonderrechten ausgestatteten Gesellschaftern und den Inhabern von anderen Wertpapieren als Gesellschaftsanteilen gewährt, oder die für diese Personen vorgeschlagenen Maßnahmen,
- etwaige besondere Vorteile, die den Sachverständigen, die den Verschmelzungsplan prüfen, oder den Mitgliedern der Verwaltungs-, Leitungs-, Aufsichts- oder Kontrollorgane der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften gewährt werden,
- die Satzung oder den Gesellschaftsvertrag der übernehmenden oder neuen Gesellschaft,
- gegebenenfalls Angaben zu dem Verfahren, nach dem die Einzelheiten über die Beteiligung der Arbeitnehmer an der Festlegung ihrer Mitbestimmungsrechte in der aus der grenzüberschreitenden Verschmelzung hervorgehenden Gesellschaft geregelt werden,
- Angaben zur Bewertung des Aktiv- und Passivvermögens, das auf die übernehmende oder neue Gesellschaft übertragen wird,

- den Stichtag der Bilanzen der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften, die zur Festlegung der Bedingungen der Verschmelzung verwendet werden,
29. Sofern die übernehmende Gesellschaft nicht dem deutschen Recht unterliegt, hat die übertragende Gesellschaft gem. § 122i Abs. 1 UmwG zudem im Verschmelzungsplan jedem Aktionär, der gegen den Verschmelzungsbeschluss der Gesellschaft Widerspruch zur Niederschrift erklärt, den Erwerb seiner Aktien gegen eine angemessene Barabfindung anzubieten. Sofern gem. §§ 122i Abs. 1, 30 Abs. 2 UmwG ein Barabfindungsangebot in den Verschmelzungsplan aufgenommen werden muss, ist auch dessen Angemessenheit nach den §§ 10 bis 12 UmwG zu prüfen.
30. Die Prüfung der Richtigkeit der Angaben im Verschmelzungsplan erstreckt sich darauf, ob diese sachlich zutreffend und in sich widerspruchsfrei sind. Maßgeblich ist, dass die zugrunde gelegten Sachverhalte den tatsächlichen Gegebenheiten entsprechen und Prognosen und Einschätzungen plausibel sind.
31. Materieller Schwerpunkt der Verschmelzungsprüfung ist die Prüfung der Angemessenheit des vorgesehenen Umtauschverhältnisses und des Barabfindungsangebots. Dementsprechend ist der Prüfungsbericht gem. §§ 122f, 12 Abs. 2 UmwG, mit einer Erklärung abzuschließen, ob das vorgesehene Umtauschverhältnis und ggf. die Höhe der baren Zuzahlungen sowie die angebotene Barabfindung angemessen sind. Dabei ist im Prüfungsbericht anzugeben,
- nach welchen Methoden das vorgeschlagene Umtauschverhältnis und das Barabfindungsangebot ermittelt worden sind;
 - aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
 - welches Umtauschverhältnis oder welcher Gegenwert sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung des vorgeschlagenen Umtauschverhältnisses oder des Gegenwerts und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung der Rechtsträger aufgetreten sind.
32. Die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses und der Barabfindung lassen sich inhaltlich aus einer Überprüfung der zugrunde liegenden Unternehmenswerte ableiten. Der Verschmelzungsprüfer hat daher die dem Umtauschverhältnis und der Barabfindung zugrunde liegenden Unternehmensbewertungen hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und inhaltlicher Prämissen zu beurteilen. Insb. ist zu untersuchen, ob die wertrelevanten Daten fachgerecht abgeleitet sind und die prognostizierten Ergebnisse plausibel erscheinen.

III. Beurteilungsmaßstab im Rahmen unserer Prüfungshandlungen

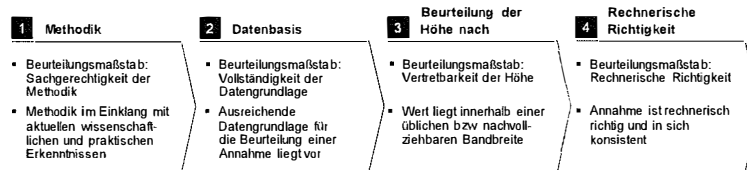
33. Das Umtauschverhältnis gemäß § 122c Abs. 2 Nr. 2 UmwG gibt an, wie viele Aktien an der übernehmenden Gesellschaft im Austausch für eine oder mehrere Aktien an der übertragenden Gesellschaft gewährt werden. Es ergibt sich aus dem Verhältnis der Unternehmenswerte der übertragenden Gesellschaft und der übernehmenden Gesellschaft, jeweils aufgeteilt auf die Anzahl der ausgegebenen Aktien. Bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung hat die übertragende Gesellschaft nach deutschem Recht gem. § 122i Abs. 1 UmwG im Verschmelzungsplan jedem Aktionär, der gegen den Verschmelzungsbeschluss Widerspruch zur Niederschrift erklärt, den Erwerb seiner Aktien gegen eine angemessene Barabfindung anzubieten.
34. Die Bewertungsgrundsätze im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen nach deutschem Recht, wie dem Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages nach §§ 291 ff. AktG oder eines aktienrechtlichen Squeeze-out gemäß §§ 327a ff. AktG, sind weit entwickelt und in der der betriebswirtschaftlichen Fachliteratur weitestgehend anerkannt. Da nicht nur das Bewertungsziel bei den aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen mit der ratio legis des § 122c und § 122i UmwG vergleichbar ist, sondern auch die Zielsetzung des Gesetzgebers, Minderheitsaktionäre bzw. außenstehende Aktionäre vor einer unangemessenen Beeinträchtigung ihrer Vermögensposition zu schützen, werden die durch die Rechtsprechung entwickelten Grundsätze zur Unternehmensbewertung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen ebenso für den hier vorliegenden Anlass, der Beurteilung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses berücksichtigt. Entsprechend sind in Rechtsprechung und Literatur auch für die Beurteilung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses der DCF-Wert bzw. der Ertragswert und der Börsenkurs als Bewertungsmethode anerkannt worden.
35. Bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung nach § 327a Abs. 1 AktG fordert die ständige Rechtsprechung eine volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs für den Verlust seiner Beteiligung.¹ Demnach muss die Abfindung den wirklichen bzw. wahren Wert der Beteiligung abbilden, damit der ausscheidende Aktionär für den Verlust seiner Rechtsposition wirtschaftlich voll entschädigt wird. Die Beurteilung der Angemessenheit einer Barabfindung erfolgt daher sowohl im Rahmen der Angemessenheitsprüfung als auch in dem sich

¹ Vgl. BGH, Beschluss v. 31.1.2017 – Az. II ZR 285/15BGH, ZIP 2017, 469; BGH, Beschluss v. 12.1.2016 – Az. II ZB 25/14, AG 2016, 359 Rz. 21 m.w.N.; OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 26.01.2017, Az. 21 W 75/15; OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 17.1.2017 – Az. 21 W 37/12, ZIP 2017, 974; OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 20.7.2016 – Az. 21 W 21/14, BB BBL2017-1585-6; OLG Karlsruhe, Beschluss v. 12.9.2017 – Az. 12 W 1/17, NZG 2017, 1188; BayObLG, Beschluss v. 19.10.1995 – Az. 3Z BR 17/90, AG 1996, 127.

anschließenden Spruchverfahren auf Basis einer Gesamtbetrachtung.² Nur in diesem Rahmen kann sichergestellt werden, dass der ausscheidende Aktionär eine volle Entschädigung für den Verlust seiner Beteiligung erhält.

36. Die Unternehmensbewertung der DIG und der CTP durch die Bewertungsgutachterin enthält sowohl bei der Prognose der finanziellen Überschüsse als auch bei der Ermittlung der Kapitalkosten eine Vielzahl von Annahmen. Wir haben diese Annahmen auf Plausibilität geprüft und dabei folgenden Maßstab zugrunde gelegt:
37. Im Rahmen unserer Prüfungen wird eine Annahme dann als **plausibel** betrachtet, wenn sie (1) auf einer **sachgerechten Methodik** und (2) einer **vollständigen Datenbasis** beruht, (3) der **Höhe nach vertretbar** ist und (4) die **rechnerische Richtigkeit** gewährleistet wird.
38. Die Ermittlungsmethodik ist als **sachgerecht** anzusehen, wenn sie im Einklang mit den aktuellen wissenschaftlichen und praktischen Erkenntnissen auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung steht. Sofern hingegen eine nicht anerkannte oder nicht gebräuchliche Methodik angewendet wird, ist die Sachgerechtigkeit zumindest kritisch zu hinterfragen.
39. Die **Vollständigkeit** der Datenbasis ist gegeben, wenn eine ausreichende Datengrundlage für die Beurteilung einer Annahme vorliegt. Hierbei kann es sich etwa um Daten aus der Vergangenheitsanalyse oder entsprechende Mengen- und Wertgerüste handeln, welche einer angenommenen bestimmten Entwicklung zugrunde liegen.
40. Eine Annahme ist der Höhe nach als **vertretbar** zu beurteilen, wenn sich der betrachtete Parameterwert innerhalb einer üblichen bzw. intersubjektiv nachvollziehbaren Bandbreite von möglichen Parameterwerten bewegt. Abhängig von der konkret zu analysierenden Annahme kann sich diese Bandbreite etwa aus der Anwendung verschiedener, jeweils sachgerechter Methoden ergeben und enger oder weiter gefasst sein. Sofern der betrachtete Parameterwert außerhalb dieser Bandbreite liegt, ist die Annahme nicht mehr als vertretbar anzusehen.
41. Darüber hinaus haben wir in Stichproben geprüft, ob die Annahme **rechnerisch richtig** abgeleitet wurde und in sich konsistent ist.
42. Die folgende Abbildung stellt unsere Vorgehensweise und die einzelnen Prüfschritte bei der Beurteilung der Plausibilität einer Annahme zusammenfassend dar.

² Vgl. Stephan in Schmidt/Luther (Hrsg.), AktG, 3. Auflage, § 305 Rz. 65; Ruiz de Vargas in Bürgers/Körber (Hrsg.), Aktiengesetz, 4. Auflage, Anh § 305, Rn. 7a.



Quelle: IVA-Analysen

Abbildung 1: Beurteilungsmaßstab für die Plausibilität einer Annahme

43. Wenn sämtliche Kriterien erfüllt sind, ist die **Annahme insgesamt als plausibel** anzusehen. Wird hingegen mindestens ein Kriterium nicht erfüllt, haben wir die Plausibilität der Annahme hinterfragt. Ergänzend weisen wir noch einmal darauf hin, dass wir die beschriebene Vorgehensweise sowohl bei der Betrachtung in Bezug auf die Planungsrechnung (Zähler des Kalküls) als auch in Bezug auf den Kapitalisierungszinssatz (Nenner des Kalküls) zugrunde gelegt haben.
44. Bei der Betrachtung von Annahmen in Bezug auf die Planungsrechnung haben wir zudem den vom **IDW** veröffentlichten **Praxishinweis** „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“, der sich mit der Plausibilisierung von Planungsrechnungen befasst, berücksichtigt.³ Der Praxishinweis bezieht sich jedoch ausschließlich auf die Plausibilität einer Planungsrechnung und damit den Zähler des Bewertungskalküls. Gemäß dem IDW Praxishinweis gliedert sich die materielle Plausibilität einer Planungsrechnung in die interne und externe Plausibilität.
45. Im Rahmen der materiellen Plausibilitätsanalyse wird gewürdigt, ob die der Planung zugrunde gelegten Annahmen sowie die aus den Annahmen und dem Planungsmodell resultierenden Ergebnisse insgesamt unter angemessener Berücksichtigung von Chancen und Risiken abgeleitet wurden. Die Plausibilität ist gegeben, wenn die Annahmen und die Planansätze für den jeweiligen Anlass nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen, d.h. in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse sind. Bestehen Abweichungen zu den Erkenntnissen aus den vorgenannten Analysen, sollten diese intersubjektiv nachvollziehbar sein. Ein sachkundiger Dritter sollte bei entsprechender Informationslage zu vergleichbaren Einschätzungen

³ Vgl. IDW, IDW Life 3/2017, Praxishinweis 2/2017: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion, S. 345.

kommen. Die materiellen Analysehandlungen lassen sich unterteilen in die Analyse der internen und externen Plausibilität.⁴

46. Folgende Tabelle zeigt die vom IDW konkret empfohlenen Maßnahmen im Rahmen der materiellen Planungsplausibilisierung für Bewertungszwecke.

Materielle, interne Plausibilität		Materielle, externe Plausibilität	
Erläuterungen des Managements	Unternehmensanalyse (einschließlich Vergangenheitsanalyse)	Marktanalyse	Analyse der Wettbewerber
Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung mit den Erläuterungen	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung mit den Ist-Entwicklungen in der Vergangenheit und den Unternehmenspotenzialen zum Stichtag	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung z.B. mit volkswirtschaftlichen Prognosen, Absatzmarktanalysen etc.	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung z.B. mit Ist-Zahlen und Analystenschätzungen

Quelle: IDW

Tabelle 1: Maßnahmen der materiellen Planungsplausibilisierung gemäß IDW Praxishinweis 2/2017

47. Wie in obiger Tabelle dargestellt, werden im Rahmen der materiellen Plausibilitätsprüfung sowohl interne als auch externe Aspekte gewürdigt, wobei das IDW weder den Aspekten der internen noch der externen Plausibilität eine Gewichtung zukommen lässt.
48. Die interne Plausibilität betrifft den Abgleich der zugrunde liegenden Planungsrechnung mit den entsprechenden Erläuterungen des Managements und damit verbunden die Würdigung, ob die in der Planungsrechnung verarbeiteten Annahmen mit den strategischen Vorstellungen und beabsichtigten operativen Maßnahmen des Managements in Übereinstimmung stehen. Des Weiteren ist im Rahmen der internen Plausibilitätsprüfung eine Vergangenheits- und Lageanalyse des Unternehmens durchzuführen. Hierzu werden in der Vergangenheit erzielte Ist-Werte mit entsprechenden Plan-Werten für GuV- und Bilanzgrößen verglichen.⁵
49. Im Rahmen der externen Plausibilitätsprüfung werden die der Planung zugrunde liegenden Annahmen der Markt- und Wettbewerbsanalyse für das Unternehmen auf Grundlage der zum Planungszeitpunkt vorherrschenden Rahmenbedingungen gegenübergestellt. Dabei soll die externe Plausibilitätsprüfung insb. eine Analyse der Entwicklung der für das Unternehmen

⁴ Vgl. IDW, Praxishinweis 2/2017, Tz. 16.

⁵ Vgl. IDW, Praxishinweis 2/2017, Tz. 17, 22 f.

relevanten Absatz- und Beschaffungsmärkte sowie der Ist-Entwicklung und Prognosen wesentlicher Wettbewerber beinhalten.⁶

⁶ Vgl. IDW, Praxishinweis 2/2017, Tz. 17, 28, 32.

C. PRÜFUNG DES VERSCHMELZUNGSPLANS

50. Wir haben den Verschmelzungsplan hinsichtlich der in § 122c Abs. 2 Nr. 1 bis 12 UmwG vorgeschriebenen Angaben geprüft. Aufgrund unserer Prüfung kommen wir zu dem Ergebnis, dass der Verschmelzungsplan die vorgeschriebenen Angaben vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorgaben entspricht.
51. Zu den Mindestangaben ergeben sich folgende Feststellungen:
- I. Vollständigkeit und Richtigkeit des Verschmelzungsplans**
- 1. Rechtsform, Firma und Sitz der beteiligten Rechtsträger (§ 122c Abs. 2 Nr. 1 UmwG)**
52. Rechtsform, Firma und Sitz der übertragenden und übernehmenden Gesellschaft sind im Verschmelzungsplan genannt und entsprechen den jeweiligen Satzungen sowie den Eintragungen des für die DIG beim Amtsgericht Rostock und für die CTP von der Handelskammer der Niederlande (Kamer van Koophandel) geführten Handelsregisters.
- 2. Umtauschverhältnis der Aktien (§ 122c Abs. 2 Nr. 2 UmwG)**
53. Ziffer 6.1 des Verschmelzungsplans legt fest, dass mit Wirksamwerden der Verschmelzung für jede ausgegebene und im Umlauf befindliche DIG-Aktie (mit Ausnahme von DIG-Aktien, die von DIG als eigene Aktien oder von CTP gehalten werden) 1,25 neu ausgegebene CTP-Aktien gewährt werden. Die Aktionäre der DIG erhalten als Gegenleistung für die Übertragung des Vermögens der DIG für jede auf den Inhaber lautende Stückaktie an der DIG mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von je 1,00 € somit 1,25 auf den Namen lautende Aktien der CTP mit einem Nennwert von je 0,16 €. Soweit die DIG eigene Aktien hält oder von der CTP Aktien an der DIG gehalten werden, gehen diese Aktien im Zuge der Verschmelzung ersatzlos unter.
54. Zum Datum der Unterzeichnung des Verschmelzungsplans am 22. April 2022 beträgt das Grundkapital der CTP 69.250.261,60 € und ist in 432.814.135 Aktien eingeteilt. Zur Durchführung der Verschmelzung wird die CTP gem. Ziffer 6.3 ihr Aktienkapital um 1.225.534,40 € durch Ausgabe von 7.659.590 neuen, auf den Namen lautenden Aktien mit einem Nennwert von je 0,16 € erhöhen.
55. Weitere Gegenleistungen, insb. bare Zuzahlungen, werden den Aktionären der übertragenden Gesellschaft nicht gewährt.

56. Das im Verschmelzungsplan vereinbarte Umtauschverhältnis wird im Entwurf des gemeinsamen Verschmelzungsberichts des Vorstands der DIG und des Verwaltungsrats der CTP erläutert und begründet.

57. Zur Angemessenheit des im Verschmelzungsplan vereinbarten Umtauschverhältnisses verweisen wir auf die Ausführungen in Abschnitt E unseres Berichtes.

3. Einzelheiten hinsichtlich der Übertragung der Aktien (§ 122c Abs. 2 Nr. 3 UmwG)

58. Die Einzelheiten für die Übertragung der Aktien der CTP an die Aktionäre der DIG sind in Ziffer 6 des Verschmelzungsplans geregelt.

59. Gemäß Ziffer 6.1.(b)(i) wird jede DIG-Aktie nach Durchführung der Verschmelzung in buchmäßige Anteilsrechte umgetauscht, die CTP-Aktien repräsentieren, welche infolge der Verschmelzung in Übereinstimmung mit dem Umtauschverhältnis gewährt wurden. Dies erfolgt durch Einbuchung in das Girodepot gem. § 34 des niederländischen Girogesetzes und in Übereinstimmung mit den Bestimmungen der Urkunde über die Lieferung börsennotierter Namensaktien vom 29. März 2021, die unter anderem zwischen CTP, der ING Bank N.V. und Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V., abgeschlossen wurde, um die Lieferung der CTP-Aktien gem. § 41 des niederländischen Girogesetzes sicherzustellen.

60. Gemäß Ziffer 6.1.(b)(ii) werden die buchmäßigen Anteilsrechte, die CTP-Aktien repräsentieren, von der Euronext Amsterdam in den Giroeffektenverkehr bei Euroclear Nederland in ihrer Eigenschaft als Zentralinstitut (centraal instituut) im Sinne von Art. 1 des niederländischen Gesetzes über den Giroverkehr mit Wertpapieren und als solches in der Eigenschaft als Verwalter und Verwahrer des bei Euroclear Nederland geführten Girodepots (girodepot) im Sinne von Art. 34 des niederländischen Gesetzes über den Giroverkehr mit Wertpapieren einbezogen.

61. Diejenigen Aktien, die von DIG als eigene Aktien gehalten werden, diejenigen DIG-Aktien, die von CTP gehalten werden, erlöschen ohne Gegenleistung kraft Gesetzes (Ziffer 6.1.(b)(iii)).

62. Gemäß Ziffer 6.6 ist es rechtlich nicht erforderlich, einen Treuhänder gem. §§ 122a, 71 UmwG zu bestellen, da es für die im Zuge der Verschmelzung den DIG-Aktionären zu gewährenden neuen CTP-Aktien keine Aktienurkunden und auch keine bare Zuzahlung geben wird. Gleichwohl bestellt DIG höchstvorsorglich einen Treuhänder gem. §§ 122a, 71 UmwG, um, sofern entsprechende Maßnahmen erforderlich werden sollten, die Lieferung der gem. Ziffer 6.1 berechneten CTP-Aktien sowie der gem. Ziffer 6.1 und 6.2 berechneten Barzahlungen an die DIG-Aktionäre Zug-um-Zug gegen Umtausch der DIG-Aktien sicherzustellen.

4. Auswirkungen der Verschmelzung auf die Beschäftigung (§ 122c Abs. 2 Nr. 4 UmwG)

63. Die Auswirkungen der Verschmelzung auf die Beschäftigung werden in Ziffer 14 des Verschmelzungsplans beschrieben.

64. Danach führt die Verschmelzung zu einem Betriebsübergang im Sinne der Richtlinie 2001/23/EG des Rates vom 12. März 2001 zur Angleichung der Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten über die Wahrung von Ansprüchen der Arbeitnehmer beim Übergang von Unternehmen, Betrieben oder Unternehmens- oder Betriebsteilen. Mit Wirksamwerden der Verschmelzung gehen sämtliche Arbeitsverhältnisse, die mit der DIG bestehen, mit allen Rechten und Pflichten im Wege der Gesamtrechtsfolge auf die CTP über (Ziffer 14.3).

65. In Ziffer 14.4 des Verschmelzungsplans wird ferner erläutert, dass die Verschmelzung keine nachteiligen Auswirkungen auf die Arbeitnehmer der DIG haben wird und keine personellen Veränderungen oder sonstigen Maßnahmen im Zuge der Verschmelzung geplant sind. Die Verschmelzung hat darüber hinaus keine Auswirkungen auf die Beschäftigung bei der CTP (Ziffer 14.1). In Ziffer 14.6 wird darüber hinaus erläutert, dass die Verschmelzung keine Auswirkungen auf die Stellung der Arbeitnehmer der DIG im Hinblick auf eine mögliche Beendigung ihrer Arbeitsverhältnisse hat. So können gem. § 613a Abs. 4 BGB i.V.m. § 324 UmwG Kündigungen wegen des Betriebsübergangs infolge der Verschmelzung nicht ausgesprochen werden. Das Recht zur Kündigung aus anderen Gründen bleibt unberührt (§ 613 Abs. 4 Satz 2 BGB).

66. Keine der Verschmelzenden Gesellschaften hat einen Betriebsrat oder eine andere Arbeitnehmervertretung. Zudem gibt es keine Gewerkschaften, die auch Arbeitnehmer der Verschmelzenden Gesellschaften vertreten, die ihre Sichtweise zu der Verschmelzung dargelegt haben (Ziffer 14.2).

5. Dividendenberechtigung (§ 122c Abs. 2 Nr. 5 UmwG)

67. Nach Ziffer 7.1 des Verschmelzungsplans sind die DIG-Aktionäre, die CTP-Aktien gem. Ziffer 6.1(a) des Verschmelzungsplans erhalten, ab dem rechtlichen Wirksamwerden der Verschmelzung an den Gewinnen der CTP beteiligt. Die Verschmelzung wird gem. §§ 122a Abs. 2, 20 UmwG zu Beginn des ersten Tages nach Vollzug der niederländischen notariellen Urkunde über die Verschmelzung wirksam.

68. Mit ihren getauschten Aktien erhalten die neuen Aktionäre der CTP dieselben Rechte, die auch die bisherigen Aktionäre der CTP bereits besitzen. Die im Zuge der Verschmelzung zu gewährenden CTP-Aktien sind in jeder Hinsicht, einschließlich der

Gewinnanteilsberechtigung, mit allen anderen zum Wirksamkeitszeitpunkt der Verschmelzung ausgegebenen und in Umlauf befindlichen CTP-Aktien gleichrangig (Ziffer 7.2).

6. Verschmelzungstichtag (§ 122c Abs. 2 Nr. 6 UmwG)

69. Der Verschmelzungstichtag im Sinne von § 122c Abs. 2 Nr. 6 UmwG ist gem. Ziffer 4.3 des Verschmelzungsplans der 1. April 2022. Von diesem Zeitpunkt an gelten alle Transaktionen der DIG für bilanzielle Zwecke als für Rechnung der CTP vorgenommen.
70. Die Verschmelzung wird somit für Zwecke der Rechnungslegung rückwirkend wirksam. Entsprechend endet das Geschäftsjahr der DIG, das am 1. Oktober 2021 begonnen hat, am Tag vor dem Verschmelzungstichtag.

7. Gewährung besonderer Rechte (§ 122c Abs. 2 Nr. 7 UmwG)

71. Nach Ziffer 13 des Verschmelzungsplans bestehen bei den an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften weder besondere Rechte für einzelne Aktionäre noch für Inhaber anderer Wertpapiere. Zudem sind solche Maßnahmen im Rahmen der Verschmelzung auch nicht vorgesehen. Gemäß Ziffer 13.2 des Verschmelzungsplans werden keine Sonderrechte im Sinne des § 122c Abs. 2 Nr. 7 UmwG gewährt und auch keine anderen Maßnahmen im Sinne dieser Bestimmungen ergriffen.
72. Anhaltspunkte, dass Rechte im Sinne des § 122c Abs. 2 Nr. 7 UmwG gewährt werden, haben wir im Rahmen unserer Prüfung nicht festgestellt.

8. Gewährung besonderer Vorteile (§ 122c Abs. 2 Nr. 8 UmwG)

73. Gemäß Ziffer 12 des Verschmelzungsplans werden keine besonderen Vorteile im Sinne des § 122c Abs. 2 Nr. 8 UmwG an Mitglieder der Verwaltungs-, Leitungs-, Aufsichts- oder Kontrollorgane der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften noch an die Sachverständigen, die diesen Verschmelzungsplan prüfen, gewährt.
74. Anhaltspunkte, dass Vorteile im Sinne des § 122c Abs. 2 Nr. 8 UmwG gewährt werden, haben wir im Rahmen unserer Prüfung nicht festgestellt.

9. Satzung der übernehmenden Gesellschaft (§ 122c Abs. 2 Nr. 9 UmwG)

75. Der Wortlaut der zum Zeitpunkt des Verschmelzungsplans geltenden Satzung (Statuten) der CTP wird in Anhang A des Verschmelzungsplans wiedergegeben. Anlässlich der Verschmelzung wird die Satzung der CTP nicht geändert.

76. Vorbehaltlich der Zustimmung der Hauptversammlung der CTP, die am 26. April 2022 stattfinden soll, hat der Verwaltungsrat der CTP jedoch vorgeschlagen, durch eine Änderung der Satzung der CTP den Gesellschaftssitz von Utrecht, Niederlande, nach Amsterdam, Niederlande, zu verlegen. Die Änderung der Satzung soll bereits vor dem rechtlichen Wirksamwerden der Verschmelzung ihrerseits wirksam sein und die Satzung sodann den in Anhang B des Verschmelzungsplans wiedergegebenen Wortlaut aufweisen.⁷

77. Sowohl die gegenwärtige Satzung der CTP als auch der Entwurf der Satzung der CTP sind als Anhang A bzw. als Anhang B integraler Bestandteil des Verschmelzungsplans.

10. Angaben zum Verfahren der Arbeitnehmermitbestimmung (§ 122c Abs. 2 Nr. 10 UmwG)

78. In Ziffer 14.7 des Verschmelzungsplans wird ausgeführt, dass weder die CTP noch die DIG der Arbeitnehmermitbestimmung im Sinne § 122c Abs. 2 Nr. 10 UmwG unterliegen, so dass kein Verfahren zur Festlegung von Regeln für die Arbeitnehmermitbestimmung in Bezug auf die CTP einzuhalten ist und die Bestimmungen des Art. 16 der Richtlinie 2005/56/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Oktober 2005 über die Verschmelzung von Kapitalgesellschaften aus verschiedenen Mitgliedstaaten nicht anwendbar sind. Zudem sind die Umsetzungsvorschriften des Gesetzes über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung („MgVG“) nicht anwendbar, da die gesetzlichen Voraussetzungen des § 5 MgVG nicht erfüllt sind, nach dem die Einzelheiten über die Beteiligung der Arbeitnehmer an der Festlegung ihrer Mitbestimmungsrechte in der aus der grenzüberschreitenden Verschmelzung hervorgehenden Gesellschaft geregelt werden.

11. Angaben zur Bewertung des Aktiv- und Passivvermögens (§ 122c Abs. 2 Nr. 11 UmwG)

79. In Ziffer 9.1 des Verschmelzungsplans wird angegeben, dass die gem. der Verschmelzung auf die CTP zu übertragenden Aktiva und Passiva der DIG auf Grundlage der Buchwerte bewertet wurden.
80. Die Übertragung der Aktiva und Passiva der DIG auf die CTP erfolgt gem. Ziffer 9.2. des Verschmelzungsplans aus deutscher steuerlicher und buchhalterischer Sicht zum Datum der Schlussbilanz der DIG zum Ablauf des 31. März 2022 (24:00 Uhr mitteleuropäischer Sommerzeit). Die Aktiva und Passiva der DIG sind in der steuerlichen Schlussbilanz der DIG zum Ablauf des 31. März 2022 (24:00 Uhr mitteleuropäischer Sommerzeit) mit den Buchwerten gem. § 11 Abs. 2 UmwStG anzusetzen. Nach den Angaben in Ziffer 9.2 des

⁷ Zwischenzeitlich hat der Verwaltungsrat der CTP durch die Zustimmung der Hauptversammlung der CTP am 26. April 2022 den Gesellschaftssitz nach Amsterdam, Niederlande, verlegt.

Verschmelzungsplans wird die CTP als Rechtsnachfolgerin der DIG bei dem für die DIG zuständigen Finanzamt einen entsprechenden Antrag auf Buchwertfortführung gem. § 11 Abs. 2 Satz 1, Abs. 3 i.V.m. § 3 Abs. 2 Satz 2 UmwStG stellen.

81. Entsprechend Ziffer 9.3 des Verschmelzungsplans wird CTP als übernehmende Gesellschaft die auf sie übertragenen Aktiva und Passiva der DIG zu Buchwerten nach IFRS in ihren Finanzinformationen erfassen.

12. Stichtag der Bilanzen, die zur Festlegung der Bedingungen der Verschmelzung verwendet werden (§ 122c Abs. 2 Nr. 12 UmwG)

82. Nach den Regelungen in Ziffer 9.4 des Verschmelzungsplans werden der letzte festgestellte Jahresabschluss der CTP zum 31. Dezember 2021 und die Zwischenbilanz der DIG zum 31. Januar 2022 verwendet, um die Bedingungen der Verschmelzung festzulegen.

13. Abfindungsangebot (§§ 122i Abs. 1, 30 Abs. 2 UmwG)

83. In Ziffer 8 des Verschmelzungsplans ist geregelt, dass die DIG als übertragende Gesellschaft jedem ihrer Aktionäre, der in der Hauptversammlung gegen den Verschmelzungsbeschluss der DIG Widerspruch zur Niederschrift erklärt, ein Angebot auf den Erwerb seiner Aktien gegen eine angemessene Barabfindung macht. Die Höhe der Barabfindung je Aktie beträgt gem. Ziffer 8.1(i) 24,29 €.

II. Richtigkeit der fakultativen Regelungen des Verschmelzungsplans

84. Fakultative Bestandteile des Verschmelzungsplans können in Ermangelung einer gesetzlichen Pflicht naturgemäß nicht auf Vollständigkeit geprüft werden, unterliegen aber als Vertragsbestandteile der Richtigkeitskontrolle.
85. Anhaltspunkte, dass die getroffenen fakultativen Angaben unzutreffend sind, haben wir im Rahmen unserer Prüfung nicht festgestellt.

Ergebnis

86. Aufgrund unserer Prüfung kommen wir zu dem Ergebnis, dass der Verschmelzungsplan alle in § 122c Abs. 2 Nr. 1 bis 12 UmwG angeführten geregelten Bestandteile und Angaben sowie die Angaben zum Abfindungsangebot (§§ 122i Abs. 1, 30 Abs. 2 UmwG) vollständig und richtig enthält und die im Verschmelzungsplan enthaltenen fakultativen Regelungen richtig sind. Der Verschmelzungsplan entspricht damit den gesetzlichen Vorschriften.

III. Angaben zur Ermittlung des Umtauschverhältnisses und der Barabfindung

1. Methode zur Ermittlung des Umtauschverhältnisses und der Barabfindung

87. Der Verwaltungsrat der CTP und der Vorstand der DIG haben das der geplanten Verschmelzung zugrunde liegende Umtauschverhältnis gemeinsam festgelegt. Demnach verpflichtet sich die CTP, den außenstehenden Aktionären der DIG im Rahmen der beabsichtigten Verschmelzung für jede ausgegebene und im Umlauf befindliche DIG-Aktie 1,25 neu ausgegebene CTP-Aktien zu gewähren (vgl. Ziffer 6.1(a) des Verschmelzungsplans). Zudem verpflichtet sich die DIG gem. § 122i UmwG jedem Aktionär der DIG, der in Übereinstimmung mit den Bedingungen des Verschmelzungsplans gegen den Verschmelzungsbeschluss Widerspruch zur Niederschrift erklärt, seine Anteile gegen eine angemessene Barabfindung i.H.v. 24,29 € zu erwerben.
88. Das Umtauschverhältnis und die Barabfindung wurden auf Grundlage einer gutachtlichen Stellungnahme zur Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses der Aktien der CTP und der DIG sowie der Barabfindung im Rahmen der grenzüberschreitenden Verschmelzung, die ValueTrust auf Basis eines gemeinsamen Auftrages der DIG und der CTP erstellt hat, festgelegt.
89. Die Bewertungsgutachterin hat das Umtauschverhältnis und die Barabfindung auf der Basis von verschiedenen Bewertungsmethoden und -parametern berechnet. Im Einzelnen wurden folgende Bewertungsmethoden angewendet:
 - DCF-Wert (Flow-to-Equity-Ansatz, FTE) vor persönlichen Steuern zum Bewertungsstichtag 9. Juni 2022
 - Ertragswert nach persönlichen Steuern (nur für DIG) zum Bewertungsstichtag 9. Juni 2022
 - Börsenmultiplikatoren
 - Transaktionsmultiplikatoren
 - Umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurse der DIG und der CTP für den Drei-Monatszeitraum zum Stichtag der Ankündigung des Übernahmeangebots am 26. Oktober 2021
 - Aktuelle Börsenkurse der DIG (letzter Schlusskurs vor Delisting am 25. Januar 2022) und der CTP (8. April 2022)

- Nach der Definition der European Public Real Estate Association ("EPRA") ermittelter Net Asset Value (EPRA NTA) zum 31. Dezember 2021

90. Für Zwecke der Ermittlung des **angemessenen Umtauschverhältnisses** hat die Bewertungsgutachterin eine eigenständige Ermittlung der Unternehmenswerte der DIG und der CTP zum 9. Juni 2022 unter Berücksichtigung des IDW S 1 und der Empfehlungen der DVFA vorgenommen. Entsprechend der herrschenden Rechtsprechung und Bewertungspraxis wurde dazu auf den objektivierten Unternehmenswert gem. IDW S 1 abgestellt. Die Berechnung erfolgte nach der DCF-Methode in Form des FTE-Ansatzes. Vor dem Hintergrund, dass es sich bei der CTP um eine Gesellschaft mit Sitz in den Niederlanden handelt, die auch an der Euronext in Amsterdam börsennotiert ist, hat die Bewertungsgutachterin für die Bemessung des Umtauschverhältnisses auf eine explizite Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern im Bewertungskalkül verzichtet und insofern auf die mittelbare Typisierung gem. IDW S 1 zurückgegriffen.
91. Die Ermittlung der **angemessenen Barabfindung** erfolgte ausgehend vom objektivierten Unternehmenswert der DIG unter Beachtung der im IDW S 1 dargelegten Grundsätze nach dem Ertragswertverfahren. Im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung wurden dabei die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person typisierend zugrunde gelegt und die persönlichen Ertragsteuern explizit im Bewertungskalkül berücksichtigt (unmittelbare Typisierung gem. IDW S 1).
92. Der Verwaltungsrat der CTP und der Vorstand der DIG haben sich bei der Vereinbarung des Umtauschverhältnisses und der Barabfindung im Verschmelzungsplan dem vom Gutachter ValueTrust gewählten methodischen Vorgehen angeschlossen und sich die erarbeiteten Ergebnisse vollständig zu Eigen und zum Gegenstand des gemeinsamen Verschmelzungsberichts gemacht. Das Gutachten der ValueTrust vom 22. April 2022 sowie dessen Entwürfe sind uns für Zwecke der Verschmelzungsprüfung gem. §§ 122f, 9 Abs. 1 UmwG zur Verfügung gestellt worden.
93. In der gutachtlichen Stellungnahme von ValueTrust sind das methodische Vorgehen und die Ermittlung der Unternehmenswerte der DIG und der CTP, der Unternehmenswerte je Aktie und die Ermittlung der Umtauschrelation und der Barabfindung im Detail umfassend dargestellt.

2. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung des Umtauschverhältnisses und der Barabfindung

a) Vorbemerkung

94. Das Umtauschverhältnis im Sinne von § 122c Abs. 2 Nr. 2 UmwG bestimmt, wie viele Anteile am übernehmenden Rechtsträger die Anteilshaber des übertragenden Rechtsträgers als Gegenleistung für ihre Anteile erhalten sollen. Im Umwandlungsgesetz ist nicht geregelt, wie das Umtauschverhältnis im Einzelnen zu ermitteln ist. Für die Ermittlung des Umtauschverhältnisses stehen grundsätzlich unterschiedliche Bewertungsmethoden zur Verfügung. Die Auswahl der Bewertungsmethode liegt daher im pflichtgemäßen Ermessen des Vertretungsorgans der jeweiligen Gesellschaft. Aus §§ 122f, 12 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 UmwG ergibt sich lediglich, dass das Vertretungsorgan eine angemessene Methode auswählen muss. Die zugrunde gelegte Bewertungsmethode ist vom Prüfer hinsichtlich der Art und Gründe für ihre Anwendung sowie ihrer Angemessenheit zu überprüfen.
95. Bei der Auswahl der Bewertungsmethode ist der Grundsatz der Methodengleichheit zu berücksichtigen, nach dem die an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften nach derselben Bewertungsmethode zu bewerten sind. Daraus folgt insb. auch, dass ein einheitlicher Bewertungsstichtag zu wählen ist. Der für die Bestimmung des Umtauschverhältnisses maßgebliche Bewertungsstichtag ist gesetzlich nicht normiert. Aus § 30 Abs. 1 Satz 1 UmwG, nach dem für die Bemessung der Barabfindung die Verhältnisse des übertragenden Rechtsträgers bei der Beschlussfassung über die Verschmelzung zu berücksichtigen sind, schließt die herrschende Meinung, dass dieser Stichtag auch für die Festlegung des Umtauschverhältnisses maßgeblich ist.
96. Bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung hat die übertragende Gesellschaft gem. § 122i Abs. 1 UmwG im Verschmelzungsplan jedem Aktionär, der gegen den Verschmelzungsbeschluss Widerspruch zur Niederschrift erklärt, den Erwerb seiner Anteile gegen eine angemessene Barabfindung anzubieten.
97. Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis ist die Barabfindung grundsätzlich aus einem objektivierten Unternehmenswert abzuleiten. Der objektivierter Unternehmenswert stellt regelmäßig einen intersubjektiv nachprüfaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar, der 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 ergibt.
98. Die bei der Unternehmensbewertung von deutschen Wirtschaftsprüfern anzuwendenden Bewertungsgrundlagen und Methoden sind in den Verlautbarungen des Instituts der

Wirtschaftsprüfer, insb. in der Stellungnahme IDW S 1 vom 2. April 2008 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ festgelegt. Demnach wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

b) Ertragswert und Discounted Cash Flow

99. Der Wert eines operativ tätigen Unternehmens wird nach heute allgemein anerkannten Grundsätzen aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Dieser Wert ergibt sich grundsätzlich aufgrund der finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens erwirtschaftet werden können (Zukunftserfolgswert). Der Unternehmenswert kann dabei entweder nach dem Ertragswertverfahren oder dem Discounted Cash Flow-Verfahren („DCF“) ermittelt werden. Beide Bewertungsverfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Bewertungsannahmen, insb. hinsichtlich der Finanzierung, zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren.
100. Bei beiden Bewertungsverfahren wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Zur Ableitung des Barwerts dieser Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert. Vermögensgegenstände (einschließlich Schulden), die einzeln veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, sind als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen. Die Summe der Barwerte der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergibt grundsätzlich den Unternehmenswert.
101. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsüberlegungen. Dabei sind bei der Bewertung nur die Überschüsse zu berücksichtigen, die aus bereits eingeleiteten Maßnahmen resultieren oder aus einem dokumentierten und hinreichend konkretisierten Unternehmenskonzept hervorgehen. Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen bzw. aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen.
102. Bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die unter Berücksichtigung rechtlicher Restriktionen nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzeptes zum Bewertungsstichtag zur Ausschüttung zur Verfügung stehen.

103. Die künftigen finanziellen Überschüsse sind mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz dient dazu, die sich ergebenden finanziellen Überschüsse mit einer Entscheidungsalternative zu vergleichen. Hierzu wird bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten typisierend auf Renditen von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) abgestellt.
104. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorzunehmen. Bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen werden gem. IDW S 1 – im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung – die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person typisierend zugrunde gelegt. In diesem Rahmen sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativrendite zu treffen.
105. Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen können dafür verschiedene Sonderwerte in Frage kommen.
106. Bei der Bewertung des gesamten Unternehmens mit dem Zukunftserfolgswert müssen die nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände einschließlich der dazugehörigen Schulden unter Berücksichtigung ihrer bestmöglichen Verwertung und unter Berücksichtigung der Verwendung freigesetzter Mittel gesondert bewertet werden. Sofern der Liquidationswert dieser Vermögensgegenstände unter Berücksichtigung der steuerlichen Auswirkungen einer Veräußerung den Barwert ihrer finanziellen Überschüsse bei Verbleib im Unternehmen übersteigt, stellt nicht die Fortführung der bisherigen Nutzung, sondern die Liquidation die vorteilhaftere Verwertung dar. Für die Ermittlung des Gesamtwerts ist dann der Liquidationswert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens dem Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzufügen (vgl. IDW S 1, Tz. 60).
107. Bei der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens mit dem Liquidationswert sind die Kosten der Liquidation von den Liquidationserlösen abzusetzen sowie die steuerlichen Folgen auf Unternehmensebene zu berücksichtigen. Inwieweit Steuern auf der Eigentümerebene zu berücksichtigen sind, hängt von der beabsichtigten Verwendung der erzielten Erlöse ab. Soweit nicht mit einer sofortigen Liquidation zu rechnen ist, muss ein Liquidationskonzept entwickelt, ein angemessener Liquidationszeitraum angesetzt und der Liquidationserlös abzüglich der Kosten der Liquidation auf den Bewertungsstichtag abgezinst werden (vgl. IDWS 1, Tz. 61f.).

108. Die Bewertungsgutachterin ValueTrust hat die Unternehmenswerte der DIG und der CTP für Zwecke der Ableitung eines **angemessenen Umtauschverhältnisses** nach der DCF-Methode in Form des FTE-Ansatzes ermittelt. Vor dem Hintergrund, dass es sich bei der CTP um eine börsennotierte Gesellschaft mit Sitz in den Niederlanden handelt, hat die Bewertungsgutachterin auf die mittelbare Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Eigentümer gem. IDW S 1 zurückgegriffen. Hierbei wird die Annahme getroffen, dass die finanziellen Überschüsse aus dem Bewertungsobjekt und aus der Alternativinvestition in ein Aktienportfolio auf der Ebene der Anteilseigner einer vergleichbaren persönlichen Besteuerung unterliegen, so dass im Bewertungskalkül auf eine explizite Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse und der Kapitalkosten verzichtet werden kann.
109. Im Hinblick auf die gem. § 122i Abs. 1 UmwG anzubietende Barabfindung hat ValueTrust den Unternehmenswert der DIG und darauf aufbauend die **angemessene Barabfindung** auf der Grundlage des in Rechtsprechung und Bewertungspraxis in Deutschland vorherrschenden Ertragswertverfahrens ermittelt. Dabei wurden die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person typisierend zugrunde gelegt und die persönlichen Ertragsteuern explizit im Bewertungskalkül berücksichtigt (unmittelbare Typisierung gem. IDW S 1).
110. Vor dem Hintergrund der deutschen Rechtsprechung, nach der grundsätzlich die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person typisierend zugrunde gelegt werden, haben wir ergänzend analysiert, welche Auswirkungen sich ergeben, wenn abweichend von der Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin bei der Bestimmung des Umtauschverhältnisses sowohl bei der DIG als auch der CTP auf die unmittelbare Typisierung gem. IDW S 1 zurückgegriffen wird und die persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner explizit im Bewertungskalkül berücksichtigt werden.
111. Einzelheiten zum methodischen Vorgehen sind in Abschnitt D.III dargestellt.

c) Net Asset Value (NAV)

112. Für vermögensverwaltende Gesellschaften, zu denen auch bestandsverwaltende Immobiliengesellschaften zählen, ist die Bewertung nach dem Net Asset Value (NAV) eine in der Rechtsprechung⁸ sowie im gewöhnlichen Geschäftsverkehr anerkannte und übliche

⁸ Vgl. LG Flensburg, Beschluss vom 11.4.2011, Az 6 O 21/09; LG Leipzig, Beschluss vom 8.3.2013, Az 02 HK OH 80/08; Schleswig-Holsteinisches OLG, Beschluss vom 17.9.2013, Az 9 Wx 86/11; OLG Dresden, Beschluss vom 31.1.2014, Az 11 W 505/13; LG Frankfurt, Beschluss vom 16.12.2014, Az 3-05 O 164/13; LG Hamburg, Beschluss vom 29.6.2015, Az 412 HKO 178/12; LG Berlin, Beschluss vom 9.2.2016, Az 102 O 88/13 .SpruchG; LG Stuttgart, Beschluss vom

Bewertungsmethode⁹. Für Alternative Investmentfonds (AIF) wurde im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) in § 168 Abs. 1 Satz 1 die Berechnung des Nettoinventarwerts des Fondsanteils auf Basis des Net Asset Value geregelt, der gem. § 101 Abs. 1 Nr. 3 KAGB in den Jahresbericht aufzunehmen ist.

113. Anders als bei operativ tätigen Unternehmen, bei denen sich aus dem Zusammenwirken der einzelnen Vermögenswerte und Schulden sowie unterschiedlicher Geschäftsbereiche regelmäßig Synergien ergeben, die zu einem Mehrwert gegenüber den isoliert betrachteten Werten der einzelnen Bestandteile des Vermögens und der Schulden führen, liegen solche Mehrwerte bei vermögensverwaltenden Gesellschaften typischerweise nicht vor. Dies ist darauf zurückzuführen, dass durch ein Zusammenwirken von verschiedenen Kapitalanlagen regelmäßig keine Synergien erzielt werden können, die über eine reine Risikodiversifikation der Kapitalanlagen hinausgehen. Der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft wird vielmehr durch die voneinander unabhängigen Vermögensgegenstände und Schulden und die daraus zufließenden Zahlungsströme bestimmt. Nach der grundsätzlichen Anlageentscheidung des Managements ergeben sich die finanziellen Überschüsse aus den einzelnen Vermögensgegenständen und Schulden heraus und werden nicht durch die vermögensverwaltende Gesellschaft selbst geprägt. So hängen die finanziellen Überschüsse bei Immobilien neben der allgemeinen Marktentwicklung insb. auch von den bestehenden Mietverträgen und Bewirtschaftungskosten ab. Die finanziellen Überschüsse bei Anleihen und Derivaten werden maßgeblich von der jeweiligen Ausstattung und den Konditionen beeinflusst. Bei Unternehmensbeteiligungen und Aktien hängt die Wertentwicklung insb. vom operativen Erfolg des jeweiligen Unternehmens ab, der jedoch regelmäßig nicht von der zu bewertenden vermögensverwaltenden Gesellschaft selbst beeinflusst werden kann.
114. Abweichend zum Ertragswert handelt es sich beim NAV nicht um ein Gesamtbewertungsverfahren, sondern um ein an das Substanzwertverfahren angenähertes Einzelbewertungsverfahren. Allerdings entspricht der NAV nicht einer Substanzbewertung des Unternehmens im klassischen Sinn, sondern einer modifizierten Ertragsbewertung, die die spezifischen

30.6.2016, Az 31 O 122/12; OLG Frankfurt, Beschluss vom 8.9.2016, Az 21 W 36/15 (3-05 O 164/13 Landgericht Frankfurt); LG München I, Beschluss vom 30.11.2016, Az 5HK 22066/02; OLG München, Beschluss vom 12.7.2019, Az 31 Wx 213/17 sowie OLG Karlsruhe, Beschluss vom 25.5.2020, Az. 12 W 17/19.

⁹ Vgl. Creutzmann, Unternehmensbewertung bei vermögensverwaltenden Gesellschaften im Rahmen der Ermittlung der angemessenen Barabfindung, in *BewertungsPraktiker*, Oktober-Dezember 2007, S. 7-13, Creutzmann, Net Asset Value in Theorie und Praxis, in *BewertungsPraktiker*, Juni 2013, S. 64-69 sowie auch Creutzmann, Besonderheiten beim Net Asset Value, in *BewertungsPraktiker*, September 2017, S. 74-79, Creutzmann/Stellbrink: Der Net Asset Value als Verfahren zur Bewertung von vermögensverwaltenden Gesellschaften in *BOARD – Zeitschrift für Aufsichtsräte*, 6/2019, S. 225-228; Zwierner/Zimny: Unternehmensbewertung, in *StuB Beilage* zu Heft 22/2018, S. 18.

Gegebenheiten einer vermögensverwaltenden Gesellschaft berücksichtigt. Im Kern kombiniert eine Wertermittlung auf Basis des NAV Elemente der Gesamtbewertungsmethode mit denen eines Einzelbewertungsverfahrens.

115. Der NAV wird aus der Differenz der Marktwerte des Vermögens abzüglich der Marktwerte der Verbindlichkeiten ermittelt. Er entspricht dem Reinvermögen eines Unternehmens unter Einschluss der stillen Reserven.
116. Der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft ergibt sich im Wesentlichen aus der Ertragskraft ihrer Kapitalanlagen, die wiederum maßgeblich in ihren Marktwerten (Verkehrswerten) zum Ausdruck kommen. Betrachtet man den Marktwert einer Kapitalanlage als Barwert der damit verbundenen zukünftigen Einnahmen und Ausgaben, so ergibt sich der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft als Summe der einzelnen Verkehrswerte zuzüglich des Wertes anderer Vermögensgegenstände abzüglich des Gegenwartswertes der Verbindlichkeiten. Der NAV repräsentiert demnach den Barwert der erwarteten künftigen Nettoerträge aus den Kapitalanlagen zuzüglich des Wertes anderer Vermögensgegenstände und spiegelt damit den Barwert der künftigen Zahlungsüberschüsse wider.
117. Da bei der Ermittlung des NAV grundsätzlich eine Unternehmensfortführung unterstellt wird, unterbleibt die Berücksichtigung von Steuern (auf Ebene des Unternehmens), die sich bei einer Veräußerung der Vermögensgegenstände und Rückführung der Verbindlichkeiten auf Basis der aktuellen Verkehrswerte ergeben würden und bei einer Liquidationswertermittlung anzusetzen wären. Unternehmenssteuern können nur insoweit angesetzt werden, wie eine hinreichende Konkretisierung vorliegt und sich die entsprechende steuerliche Belastung auch bei Fortführung der Gesellschaft einstellen wird. Steuern (auf Ebene des Unternehmens) aus dem laufenden Ergebnis sind zum Bewertungsstichtag bei den Steuerrückstellungen periodengerecht abzugrenzen und zu erfassen. Eine Berücksichtigung der Steuern auf Ebene der Anteilseigner der vermögensverwaltenden Gesellschaft unterstellt im Grundsatz die Liquidation des Unternehmens und unterbleibt annahmegemäß beim NAV. Der negative Barwert der zukünftigen Verwaltungskosten ist grundsätzlich wertmindernd zu berücksichtigen.
118. Die Bewertungsgutachterin hat im vorliegenden Fall für die DIG und die CTP zum 31. Dezember 2021 jeweils den NAV entsprechend der Definition des EPRA NTA ermittelt. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass im Rahmen der Ermittlung des Verkehrswerts des Immobilienvermögens nur die zukünftigen finanziellen Überschüsse berücksichtigt werden, die unmittelbar den Immobilien zuzuordnen sind, während weitere Erträge und Kosten auf Gesellschaftsebene, zukünftige Wachstumspotenziale und Vorteile aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen (Tax Shield) keine Berücksichtigung im EPRA NTA finden, hat die Bewertungsgutachterin diesen lediglich zur Plausibilisierung der ermittelten

Unternehmenswerte bzw. der Barabfindung – im Sinne einer Untergrenze für den Wert des Eigenkapitals – herangezogen.

119. Wie bereits dargestellt handelt es sich bei der Bewertung von vermögensverwaltenden Gesellschaften, zu denen auch bestandshaltende Immobiliengesellschaften zählen, um eine in der Rechtsprechung sowie im gewöhnlichen Geschäftsverkehr anerkannte und übliche Bewertungsmethode. Vor diesem Hintergrund haben wir den NAV zum einen zur Plausibilisierung des ermittelten Unternehmenswerts der DIG bzw. der Barabfindung herangezogen. Zum anderen erachten wir den NAV als eine ergänzende Methode zur Beurteilung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses für geeignet, da bei beiden Gesellschaften die mit einer höheren Unsicherheit verbundenen Wachstumspotenziale gleichermaßen ausgeblendet werden und insoweit nur auf das zum Bewertungsstichtag bereits vorhandene bzw. gesicherte Ertragspotenzial abgestellt wird.
120. Wir verweisen hierzu insb. auch auf unsere Ausführungen zum methodischen Vorgehen bei der Ermittlung des NAV in Abschnitt D.VI.

d) Liquidationswert

121. Falls ein Unternehmen nicht für begrenzte Dauer eingerichtet ist oder aufgrund besonderer Umstände eine begrenzte Dauer angenommen werden muss, wird für Unternehmensbewertungszwecke von einer unbegrenzten Lebensdauer ausgegangen. Dies gilt auch für den Fall, dass der jeweilige Erwerber seine Beteiligung nicht unbegrenzt halten will, da der von ihm beim Verkauf theoretisch erzielbare Preis identisch mit dem Barwert der dann erwarteten Nettoausschüttungen ist. Erweist es sich jedoch gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, sämtliche betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile gesondert zu veräußern, so ist der Bewertung jedenfalls nach in der Betriebswirtschaft vorherrschender Auffassung der Liquidationswert zugrunde zu legen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.
122. Die Höhe des Liquidationswertes hängt sowohl von der Zerschlagungsgeschwindigkeit, welche den Zeitraum der Veräußerung bestimmt, als auch von der Zerschlagungsintensität, welche den Grad der Aufsplitterung der Vermögenswerte bestimmt, ab. Der Liquidationswert ist dabei jeweils unter Beachtung des im Einzelfall bestmöglichen Verwertungs- und Liquidationskonzepts zu ermitteln.
123. Der Wert des Vermögens wird vom Absatzmarkt der zu liquidierenden Vermögenswerte bestimmt, wobei im Zusammenhang mit einer Veräußerung entstehende und vom zu liquidierenden Unternehmen zu tragende Kosten die Veräußerungserlöse mindern. Vom Liquidationswert der Vermögenswerte sind die Unternehmensschulden abzuziehen, wobei

auch die Schulden zu berücksichtigen sind, die sich erst infolge der Liquidation ergeben haben. Demgegenüber sind Schulden, die durch die Liquidation entfallen, nicht mit anzusetzen.

124. Die aus der Liquidation entstehenden Überschüsse sind des Weiteren um anfallende Unternehmenssteuern auf einen ggf. vorhandenen Liquidationsgewinn zu kürzen. Darüber hinaus sind auch persönliche Ertragsteuern auf Ebene des Anteilseigners zu berücksichtigen.
125. Da die bewerteten Gesellschaften unbefristet fortgeführt werden sollen und der Wert des Eigenkapitals aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten (z.B. Sozialpläne, Entschädigungen, etc.) über dem entsprechenden Liquidationswert (bei unterstellter Zerschlagung) liegt, wurde im vorliegenden Fall von der Bewertungsgutachterin auf die Ableitung und Darstellung von Liquidationswerten verzichtet.

e) Substanzwert

126. Im Rahmen einer Unternehmensbewertung kommt dem Substanzwert kein selbstständiger Aussagewert zu. Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat keinen selbstständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung.
127. Der Net Asset Value ist dem Substanzwertverfahren angenähert. Beim NAV handelt es sich jedoch nicht um eine Substanzbewertung des Unternehmens im klassischen Sinn, sondern um eine modifizierte Ertragsbewertung, die die spezifischen Gegebenheiten einer vermögensverwaltenden Gesellschaft unter der Prämisse der Wiederbeschaffung berücksichtigt. Substanzwerte wurden vorliegend nicht ermittelt.

f) Vergleichende Marktbewertung

128. Eine vergleichende Marktbewertung kann auf Basis von Multiplikatoren, die als branchenüblich angesehen werden, erfolgen. Sie setzt eine Analyse der zurückliegenden und ebenso der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts voraus. Die Multiplikatoren werden aus einer Analyse der Marktpreise vergleichbarer Unternehmen abgeleitet. Bewertungen auf Basis von Multiplikatoren stellen nur vereinfachte und pauschale Ertragsbewertungen dar. Sie werden daher üblicherweise lediglich zu Plausibilisierungszwecken vorgenommen.
129. Da die spezifische Situation der zur Verschmelzung vorgesehenen Gesellschaften in der Bewertung auf Basis von Multiplikatoren keine ausreichende Berücksichtigung findet, ist eine derartige vergleichsorientierte Bewertung zur Bestimmung eines angemessenen Umtauschverhältnisses und einer angemessenen Barabfindung u.E. nicht sachgerecht.

130. Daher ist ihnen eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswert- bzw. DCF-Methode, wie sie hier vorgenommen und der Bestimmung der Umtauschrelation und der Barabfindung zugrunde gelegt wurde, vorzuziehen. Die Bewertungsgutachterin hat im Sinne der Methodenpluralität gem. den DVFA-Empfehlungen ergänzend die Umtauschrelation anhand von Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren abgeleitet (vgl. hierzu Abschnitt D.VIII).

g) Börsenwert

131. Sofern für Unternehmensanteile Börsenkurse zur Verfügung stehen, sind diese nach IDW S 1 bei Unternehmensbewertungen zur Plausibilitätsbeurteilung des nach den Grundsätzen des IDW S 1 ermittelten Unternehmenswertes heranzuziehen. Dabei sind besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenkursbildung ausgewirkt haben, sorgfältig zu analysieren und darzustellen.
132. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG, Beschluss vom 27.4.1999, 1 BvR 1613/94) gebietet Art. 14 GG, dass der ausscheidende Aktionär eine volle Entschädigung für seine gesellschaftliche Beteiligung erhält, die nicht unter dem Verkehrswert liegen darf. Der Verkehrswert kann bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden, es sei denn, dass der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Damit ist der Börsenkurs bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen grundsätzlich als Wertuntergrenze für die Bemessung der Barabfindung heranzuziehen.
133. Die Aktien der DIG waren unter ISIN DE000A2G9LL1 zum Handel im regulierten Markt an den Wertpapierbörsen in Frankfurt am Main (Prime Standard) und Berlin zugelassen. Im Zuge des Übernahmeangebots der CTP wurde auf Antrag der DIG der Handel der Aktien mit Ablauf des 25. Januar 2022 eingestellt. Die Aktien der CTP sind unter ISIN NL00150006R6 zum Handel im regulierten Markt an der holländischen Wertpapierbörse Euronext in Amsterdam zugelassen.
134. Die Bewertungsgutachterin ValueTrust hat vor diesem Hintergrund die umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurse der DIG und der CTP für den Drei-Monatszeitraum zum Stichtag der Ankündigung des Übernahmeangebots am 26. Oktober 2021 ermittelt sowie die aktuellen Börsenkurse der DIG (letzter Schlusskurs vor dem Delisting am 25. Januar 2022) und der CTP (8. April 2022) analysiert und die sich daraus ergebenden Umtauschrelationen berechnet und zur weiteren Plausibilisierung herangezogen.
135. Darüber hinaus hat ValueTrust untersucht, ob der Börsenkurs der DIG als Wertuntergrenze für die Bemessung der Barabfindung heranzuziehen ist. Wir verweisen hierzu auch auf unsere Ausführungen in Abschnitt D.IX.

h) Ergebnis

136. Die dargestellten Grundsätze und Bewertungsverfahren gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert. Sie haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insb. in der Stellungnahme IDW S 1 vom 2. April 2008 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, gefunden und werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung anerkannt.
137. Im vorliegenden Fall wurde das Umtauschverhältnis nach der DCF-Methode in Form des FTE-Ansatzes unter Rückgriff auf die mittelbare Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Eigentümer gem. IDW S 1 ermittelt. Die Barabfindung für die DIG-Aktionäre wurde ausgehend vom einem mit dem – in Rechtsprechung und Bewertungspraxis in Deutschland vorherrschenden – Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert unter anschließendem Vergleich mit dem durchschnittlichen Börsenkurs festgelegt.
138. Nach unseren Feststellungen sind die angewandten Methoden zur Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses und der angemessenen Barabfindung für die Aktionäre der DIG insgesamt angemessen.
139. Die Angaben nach § 122f i.V.m. § 12 Abs. 2 Satz 2 Nr. 3 UmwG, welches Umtauschverhältnis sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde, und welches Gewicht den verschiedenen Methoden beigemessen worden ist, entfallen, da keine anderen Methoden angewandt worden sind. Hinsichtlich der zur Plausibilisierung herangezogenen ergänzenden Methoden und der sich danach ergebenden rechnerischen Umtauschverhältnisse verweisen wir auf die Ausführungen in den entsprechenden Abschnitten.
140. Zu den Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf den Abschnitt D unseres Berichts.

3. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

141. Aufgrund unserer Tätigkeit im Rahmen der Überprüfung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses und der Barabfindung stellen wir fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 122f i.V.m. § 12 Abs. 2 Satz 2 Nr. 3 UmwG aufgetreten sind.

D. PRÜFUNGSFESTSTELLUNGEN IM EINZELNEN

I. Bewertungsobjekte

142. Im nachfolgenden Abschnitt werden die rechtlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse des übertragenden Rechtsträgers Deutsche Industrie Grundbesitz AG (DIG) sowie des aufnehmenden Rechtsträgers CTP N.V. (CTP) beschrieben.

1. Deutsche Industrie Grundbesitz AG (DIG) und ihre Tochtergesellschaften

a) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

143. Die folgende tabellarische Darstellung enthält einen Überblick über die rechtlichen Verhältnisse der DIG.

Firma:	Deutsche Industrie Grundbesitz AG
Sitz:	Rostock
Satzung:	In der Fassung vom 8. Dezember 2021
Rechtsform:	Aktiengesellschaft
Handelsregister:	Rostock, HRB 13964
Gegenstand des Unternehmens:	Erwerb, das Halten, das Verwalten im Rahmen der Vermietung, der Verpachtung und des Leasings einschließlich notwendiger immobiliennaher Hilfstätigkeiten sowie Veräußerung von Eigentum oder dinglichen Nutzungsrechten an • Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten sowie vergleichbaren Rechten nach dem Recht anderer Staaten, mit Ausnahme solcher Geschäfte, die besondere Erlaubnisse nach der Gewerbeordnung oder sonstigen gesetzlichen Bestimmungen bedürfen oder nach besonderen gesetzlichen Erfordernissen genehmigungsbedürftig sind, und • zu deren Bewirtschaftung erforderlichen Gegenständen sowie Bankguthaben, Geldmarktinstrumenten, Forderungen und Verbindlichkeiten, die aus der Nutzung oder Veräußerung der Grundstücke und grundstücksgleichen Rechte sowie vergleichbaren Rechte nach dem Recht anderer Staaten stammen oder zum Zwecke der Wertsicherung, Bewirtschaftung oder Bestandsveränderung dieser bereitgehalten, eingegangen oder begründet werden; und • der Erwerb, das Halten, der Betrieb, das Verwalten sowie die Veräußerung von Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen

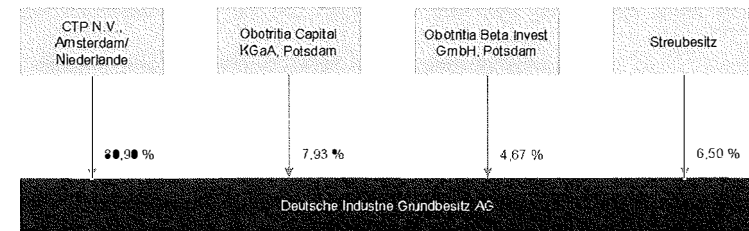
	jeder Rechtsform, sowie die Übernahme der Geschäftsführung für andere Unternehmen im Falle der Übernahme einer Beteiligung. Die Gesellschaft ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die dem Gegenstand des Unternehmens dienen oder mit ihm im Zusammenhang stehen. Sie kann zu diesem Zweck auch andere Unternehmen gründen, erwerben, sich an ihnen beteiligen oder veräußern sowie Unternehmensverträge abschließen oder Unternehmen unter einheitlicher Leitung zusammenfassen; sie kann ihren Betrieb auch ganz oder teilweise veräußern und ganz oder teilweise in verbundene Unternehmen ausgliedern.
Geschäftsjahr:	1. Oktober bis 30. September
Grundkapital:	Das Grundkapital beträgt derzeit 32.079.505,00 € und ist in 32.079.505 auf den Inhaber lautende Stückaktien ohne Nennbetrag mit einem auf die einzelne Aktie entfallenden rechnerischen Anteil am Grundkapital von 1,00 € eingeteilt.
Aktionärsstruktur:	Die DIG hält keine eigenen Aktien; 25.951.833 Aktien befinden sich im Besitz der CTP N.V. Die Aktionärsstruktur stellt sich wie folgt dar: • CTP N.V., Amsterdam/Niederlande (80,90 %) • Obotritia Capital KGaA, Potsdam (7,93 %) • Obotritia Beta Invest GmbH, Potsdam (4,67 %) • Streubesitz (6,59 %)
Aufsichtsrat:	• Hans-Ulrich Sutter (Aufsichtsratsvorsitzender) • Achim Betz • Antje Lubitz Die derzeitigen Mitglieder des Aufsichtsrates haben ihr Amt mit Wirkung zum 30. April 2022 niedergelegt.
Vorstand:	• Remon Vos • Richard Wilkinson • Sonja Petersen (bis zum 30. April 2022)
Wesentliche Verträge	• Mit der Obotritia Capital KGaA bestehen wechselseitige Darlehensrahmenverträge mit einer Laufzeit bis zum 31. Dezember 2024 bzw. 2027. • Es besteht mit der GV Nordost Verwaltungsgesellschaft mbH, Rostock ein Verwaltervertrag über das Property Management. • Mit der Elgeti Brothers GmbH, Berlin besteht ein Management- und Beratungsvertrag. • Dienstleistungsvertrag mit der creditshelf AG, Frankfurt am Main

Quelle: DIG

Tabelle 2: Rechtliche Verhältnisse der DIG

144. Bisher fand bei der DIG keine steuerliche Außenprüfung statt, weil das Unternehmen bis 31. Dezember 2021 als börsennotierte REIT-AG zugelassen war und keine Körperschaftsteuer bzw. Gewerbesteuer zahlte. Informationen zu sonstigen steuerlichen Risiken liegen uns nicht vor. In Bezug auf die Angemessenheit der Verrechnungspreise können steuerliche Risiken in üblichem Umfang nicht vollständig ausgeschlossen werden.

145. Die vereinfachte gesellschaftsrechtliche Struktur der DIG ist nachfolgend grafisch dargestellt:



Quelle: DIG

Abbildung 2: Gesellschaftsrechtliche Struktur der DIG

146. Infolge der Abwicklung des am 7. Dezember 2021 durch die CTP veröffentlichten Übernahmeangebots, das für 25.951.833 Aktien angenommen wurde, ist die CTP mit einem Anteil von 80,90 % an der DIG größter Aktionär. Daneben werden 7,93 % der Anteile von der Obotritia Capital KGaA, Potsdam sowie 4,67 % der Anteile von der Obotritia Beta Invest GmbH, Potsdam gehalten, bei denen Rolf Elgeti jeweils als persönlich haftender Gesellschafter auftritt. Die restlichen Anteile der DIG i.H.v. 6,50 % befinden sich im Streubesitz.

b) Wirtschaftliche Grundlagen

147. Der Ursprung der DIG geht auf die im November 2014 gegründete Jägersteig Beteiligungs GmbH zurück, die im Oktober 2017 in Verbindung mit einem Formwechsel in Deutsche Industrie Grundbesitz AG umgewandelt wurde. Im Dezember 2017 ging die Gesellschaft als Bestandhalter für Unternehmensimmobilien an die Börse. Anfang 2018 erhielt sie den Status einer REIT-Aktiengesellschaft („Real Estate Investment Trust“), infolgedessen sie als Deutsche Industrie REIT-AG firmierte und von der Körperschafts- und Gewerbesteuer befreit war. Im Zuge der Übernahme durch die CTP wurde der REIT-Status im Januar 2022 beendet und die Gesellschaft wieder in Deutsche Industrie Grundbesitz AG zurückbenannt.

148. Die DIG ist eine auf Light Industrial Immobilien in Deutschland spezialisierte Investmentgesellschaft, die entsprechende Liegenschaften erwirbt, vermietet, verwaltet und verkauft. Bei dieser besonderen Art von Objekten handelt es sich um produktionsnahe, funktional wandelbare Gewerbeimmobilien zur Lagerung und Distribution von Handelsgütern, die aber auch deren Verwaltung und Produktion umfassen können. Sie befinden sich zumeist auf komplexer ausgerüsteten Flächen als reine Logistikimmobilien. Zu solchen Assets zählen produktionsnahe Objekte wie Lager- und Logistikflächen, Produktionsstätten zur Verteilung, Konfektionierung oder Herstellung von Gütern und Waren, sowie Bürogebäude. Die Portfolioimmobilien der DIG befinden sich gewöhnlich in mittel- bis großen Industrie- und Gewerbeparkarealen.
149. Insgesamt betreut die Gesellschaft zum 31. Dezember 2021 ein Immobilienportfolio mit einem Buchwert von rd. 829 Mio. €, das aus 90 Industrial Light Immobilien mit einer Gewerbefläche von mehr als 1,6 Mio. m² und einer annualisierten Nettokaltmiete von rd. 58,5 Mio. € besteht. Das Portfoliomanagement umfasst dabei die zwei Elemente Vermögensverwaltung (Asset Management) sowie die Grundstücks- und Gebäudeverwaltung (Property Management).
150. Aufgaben von strategischer Bedeutung wie Vertrags- und Finanzierungsangelegenheiten werden von der Gesellschaft selbst wahrgenommen, wohingegen operative Funktionen wie die Objektverwaltung an professionelle externe Serviceanbieter ausgelagert sind. Das Outsourcing personalintensiver Aufgaben im Bereich des kaufmännischen und technischen Immobilienmanagements ermöglicht dem Unternehmen eine sehr schlanke Verwaltungsstruktur, die im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020/21 lediglich aus drei Vorständen, sieben Angestellten und einem Praktikanten bestand.
151. Mit der Spezialisierung auf Light Industrial Immobilien macht sich die Gesellschaft den Umstand zunutze, dass es sich bei diesem durchaus bedeutenden Segment des Immobilienmarkts aus Investorensicht eher um eine Nische handelt, die sowohl bei privaten als auch bei institutionellen Anlegern kaum im Fokus steht. Der durchschnittliche Ankaufswert der von der DIG erworbenen Objekte bewegt sich zwischen 5 Mio. € und 15 Mio. €, wobei die Bandbreite von 1 Mio. € bis 50 Mio. € reicht. Diese Preiskategorie ist für Privatanleger zumeist zu groß, für professionelle Investoren dagegen eher zu klein und fragmentiert.
152. Objekte in diesem Bereich werden daher auch oftmals nicht durch öffentliche Auktionen, sondern nur einem kleinen Kreis von Interessenten oder sogar exklusiv angeboten, was den Preiswettbewerb begrenzt. Hinzu kommt vor dem Hintergrund einer nachhaltigen Nachfrageentwicklung ein eher geringes Neubauvolumen, während sich mancherorts Flächen durch Umnutzungen sogar reduzieren. Für die DIG leitet sich daraus ein attraktives Chancen-Risiko-Profil ab.

153. Wesentlicher Wachstumsfaktor der Gesellschaft sind regional und nach Branchen gut diversifizierte sowie preislich angemessene Akquisitionen, mittels derer It. DIG eine stetige und profitable Wertsteigerungsstrategie verfolgt werden kann. Dazu kann sich die DIG auf ein breites Netzwerk und teilweise langjährige Beziehungen zu potenziellen Verkäufern von Light Industrial Immobilien stützen. Unternehmensangaben zufolge gingen bei der DIG im Jahr 2021 Angebote im Wert von rd. 3,0 Mrd. € ein, während das Ankaufsvolumen bei etwa 130 Mio. € lag. Zusätzliche Ertragspotenziale ergeben sich aus Revitalisierungen, Weiterentwicklungen (Veredelungen) und anderen Maßnahmen wie Neuvermietung und Änderungen oder Erweiterungen der Nutzungskonzepte.
154. Entscheidende Einkaufskriterien sind für die DIG die Bruttoanfangsrendite, die in der Vergangenheit zumeist im Bereich von zehn Prozent lag, sowie der jeweilige Mikrostandort der Objekte. Grundsätzlich ist die Investitionsphilosophie opportunistisch, also ohne bestimmtes Anforderungsprofil oder regionalen Fokus. Die sehr schlanken Verwaltungsstrukturen und der Einsatz von Eigenmitteln sorgen bei der DIG für eine hohe Ankaufsgeschwindigkeit. Transaktionsprozesse sind in der Regel binnen vier bis sechs Wochen abgeschlossen.
155. Angebotene Objekte werden anhand eines strukturierten Analyseprozesses ausgewertet, wozu die Gesellschaft auf eine eigene Datensammlung zurückgreifen kann. In die Überprüfung des Renditepotenzials fließen Aspekte wie die Verkehrsanbindung und die lokale Relevanz, ausreichende Marktentwicklungsmöglichkeiten, die nachhaltige Vermietbarkeit, der Instandhaltungsbedarf und die Drittverwendungsfähigkeit ein. Ferner wird darauf geachtet, Klumpenrisiken beim Mietermix zu vermeiden.
156. Während der Schwerpunkt auf dem Aufbau von Bestandsimmobilien liegt, trennt sich die Gesellschaft gelegentlich auch von Immobilien. Auch hier verfolgt sie keine konkrete Strategie, zeigt sich aber grundsätzlich zu einem Verkauf bereit, wenn das Verhältnis von erzielbarer Objektmiete zum erzielbaren Verkaufspreis nicht mehr attraktiv ist.
157. Das Immobilienportfolio der DIG verteilt sich über ganz Deutschland, wobei es aber Schwerpunkte im industriell geprägten Westen mit 28 Objekten in Nordrhein-Westfalen sowie in Hafennähe im Norden gibt. Die Gesellschaft unterscheidet in ihrem Portfolio drei Objektkategorien: Logistik, Gewerbeparks sowie Produktion und Logistik. Die nachfolgende Tabelle bietet einen Überblick über die Nutzungsarten und ihre wesentlichen Charakteristika.

Objektyp	Nutzungsart
Logistik	Speziell für die Distribution von Waren und Gütern ausgestattete Gebäudekomplexe mit hohen Traglasten und geeigneten LKW-Zufahrten. Meist überregional agierende Hauptmieter.
Gewerbeparks	Ansammlung von Gebäuden mit diversen Nutzungsmöglichkeiten und kleinteiliger Mieterstruktur mit oftmals lokalem Bezug. Tendenzielle höhere Mieten, typischerweise aber auch längere Vermarktungszeiten und höhere Leerstände.
Produktion und Logistik	Produktionsflächen in Verbindung mit angrenzenden Lager-/Logistik- sowie Verwaltungs- und Sozialflächen. Üblicherweise ein Hauptmieter mit längerer Mietvertragslaufzeit.

Quelle: DIG, Geschäftsbericht 2020/21

Tabelle 3: Nutzungsarten der Liegenschaften

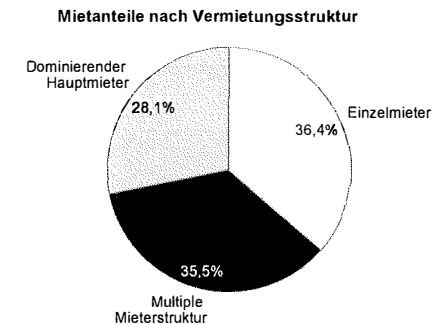
158. Den größten Anteil am Portfolio, bezogen auf die Fläche, hat der Objekttyp Produktion und Logistik, auf den zum 30. September 2021 60,9 % der Gesamt- und 48,9 % der Gewerbefläche entfallen. Daher weist der Objekttyp Produktion und Logistik mit 44,6 % auch den größten Anteil an den Miteinnahmen auf, obwohl sich die durchschnittliche Miete pro m² mit 2,99 € deutlich unter dem Niveau der beiden anderen Objekttypen bewegt. Dafür weisen diese Liegenschaften aber mit 92,8 % den höchsten Vermietungsstand und mit 6,1 Jahren die längste durchschnittliche restliche Mietvertragslaufzeit (WALT) auf. Die vergleichsweise hohe Leerstandsquote in den Gewerbeparks beruht auf den sonstigen (Außen-) Flächen, die bei diesen Liegenschaften deutlich größer sind als bei den beiden anderen Objekttypen. Die nachfolgende Tabelle enthält wesentliche Kennziffern zu den drei Objekttypen.

Objektyp	Objekte	Gesamtfläche (m ²)	Gewerbefläche (m ²)	Miete/m ²	Vermietungsstand Gewerbe	WALT	Annualisierte Miete	Anteil Miete	Marktwert	Multiplikator
Gewerbepark	17	422.144	382.218	4,66 €	73,2 %	4,0	16,3 Mio. €	27,8 %	199,6 Mio. €	12,3
Logistik	24	453.645	424.523	3,38 €	90,0 %	4,3	16,1 Mio. €	27,6 %	242,7 Mio. €	15,0
Produktion & Logistik	47	1.313.066	770.602	2,99 €	92,8 %	6,1	26,1 Mio. €	44,6 %	353,5 Mio. €	13,6
Gesamt	88	2.188.855	1.577.343	3,46 €	87,3 %	5,0	58,5 Mio. €	100,0 %	759,9 Mio. €	13,6

Quelle: DIG, Geschäftsbericht 2020/21

Tabelle 4: Portfoliodaten nach Objekttyp

159. Die DIG nimmt nicht nur eine Klassifizierung ihrer Objekte nach Nutzungsart vor, sondern auch bzgl. der Mieterzusammensetzung, die sie ebenfalls in drei Gruppen unterteilt: Multiple Mieterstruktur, dominierender Hauptmieter und Einzelmietern. Grundsätzlich strebt die Gesellschaft einen funktionalen Mix und eine Kombination aus Ankermietern mit hoher Bonität und kleineren finanzstarken Einzelmietern an, mit denen sie nach Möglichkeit indexierte Mietverträge abschließt. Der zum 31.09.2021 bilanzierte Portfoliobestand wies folgende Mieterstruktur auf:



Quelle: DIG, Geschäftsbericht 2020/21

Abbildung 3: Vermietungsstruktur im Portfoliobestand der DIG

160. Die DIG analysiert ihr Portfolio zudem nach der Zugehörigkeit ihrer insgesamt rd. 660 Mieter zu einzelnen Wirtschaftszweigen bzw. Geschäftsfeldern, um einen Anhaltspunkt für die Zyklichkeit ihres Portfolios zu haben. Demnach waren zum Geschäftsjahresende 2020/21 nach Mietanteil rd. 60,0 % der Mieter Branchen zuzuordnen, die eine gewisse Anfälligkeit gegenüber konjunkturellen Schwankungen aufweisen.

161. Der größte Einzelmietler hatte im zurückliegenden Geschäftsjahr einen Anteil von knapp 5,0 % am gesamten Mietaufkommen, während die Top 10 Mieter etwas mehr als 27,0 % zu den Mieteinnahmen beitrugen, wie folgende Tabelle zeigt:

Mieter	Branche	in % der annualisierten Jahresnettokaltmiete
Aenova / Haupt Pharma	Pharmaindustrie	4,8%
Versandhaus Walz GmbH, Baby Walz	Versand-/Onlinehandel	4,4%
Lufthansa Group	Luftfahrtunternehmen	2,7%
Gabo Stahl GmbH	Metallverarbeitung	2,6%
DST Defence Service Tracks GmbH	Rüstungsindustrie	2,6%
OWS Off-Shore Wind Solution GmbH	Erneuerbare Energien	2,2%
Bundesanstalt für Immobilienaufgaben	öffentliche Hand	2,1%
Sihi GmbH	Textilbeschichtung	2,1%
keeeper tableware GmbH	Papierverarbeitung/Pappe/Verpackungen	2,1%
CompAir / Gardner Denver	Drucklufttechnik	1,8%
Anteil Mieteinnahmen der Top 10 Mieter		27,3%

Quelle: DIG, Geschäftsbericht 2020/21

Tabelle 5: Anteil der Top 10 Mieter am gesamten Mietaufkommen

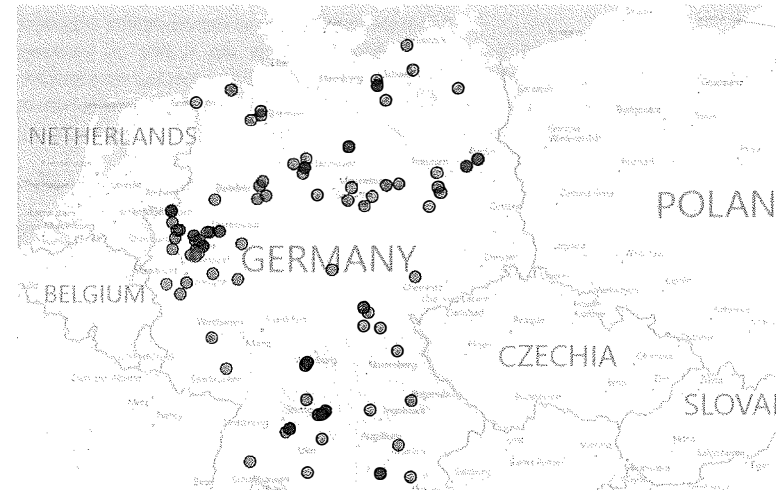
162. Die Ertragslage der Gesellschaft wird maßgeblich von den Umsatzerlösen aus der Vermietung bestimmt, die sich – ebenso wie wesentliche Aufwandsposten – an der Größe des Immobilienportfolios bzw. der vermietbaren Gewerbefläche orientieren. Eine weitere bedeutende Ergebniskomponente können Bewertungseffekte sein, die aus der jährlich erfolgenden Neubewertung der Bestandsimmobilien zum beizulegenden Zeitwert resultieren. Mit einem wachsenden Immobilienportfolio erhöht sich zudem der Fremdfinanzierungsbedarf und der damit verbundene Zinsaufwand.
163. Solange die Gesellschaft den Status einer REIT-AG hatte, war allerdings die Fremdmittelaufnahme als Finanzierungsquelle insofern beschränkt, als damit die Verpflichtung einer Mindesteigenkapitalquote von 45,0 % bezogen auf das Immobilienvermögen einherging. Regelmäßige Kapitalerhöhung zur Wachstumsfinanzierung waren daher ein wesentlicher Bestandteil des Geschäftsmodells der DIG.

c) Immobilienportfolio der DIG

164. Die DIG verfügt über ein regional diversifiziertes Immobilienportfolio. Die Objekte des DIG-Portfolios befinden sich ausschließlich in Deutschland und sind neben einigen Schwerpunktregionen insgesamt breit gestreut.
165. Bei der Flächenkonzentration stehen zwei Bundesländer, Nordrhein-Westfalen und Niedersachsen, im Fokus, die gemeinsam rd. die Hälfte der Gesamtflächen des DIG-Portfolios

bilden (Gesamtfläche definiert als vermietete und leerstehende Fläche). Ein regionaler Schwerpunkt liegt somit in den an die Niederlande angrenzenden Bundesländern. Weiteres bedeutendes Bundesland für die DIG ist Baden-Württemberg, wo rd. 9,0 % der Gesamtportfolioflächen liegen. Die DIG hält keine Objekte in den Bundesländern Hessen, Sachsen, Schleswig-Holstein und in Hamburg.

166. Die nachfolgende Abbildung stellt die regionale Portfolioverteilung der DIG nach Standorten dar:

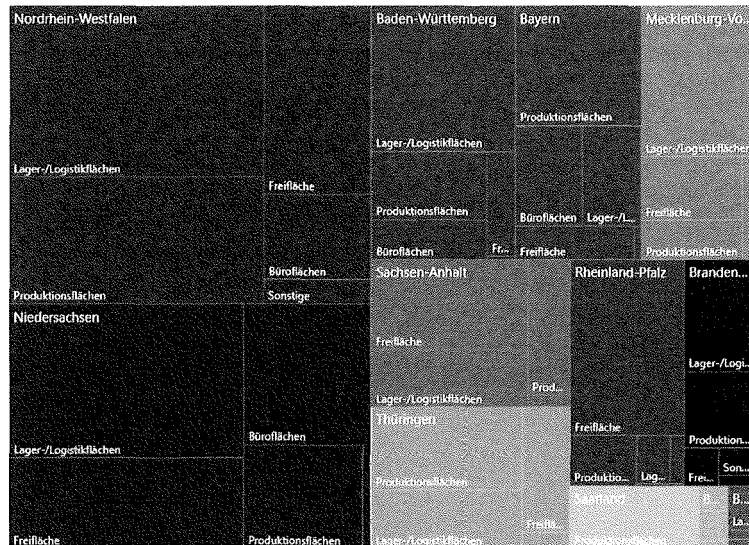


Quelle: DIG; IVA ANALYTICS

Abbildung 4: DIG – Regionale Portfolioverteilung nach Standorten

167. Die Objekte der DIG befinden sich mehrheitlich nicht in bzw. nahe der Metropolregionen, sondern tendenziell in Mittelstädten jenseits der Ballungszentren. Das Portfolio hat Schwerpunkte in den Städten Emden und Schortens in Niedersachsen, in Düren und Remscheid in Nordrhein-Westfalen sowie in Simmern in Rheinland-Pfalz (in der Karte jeweils rot hervorgehoben). Gemeinsam tragen die fünf Städte zu rd. ein Viertel der Gesamtmietflächen bei.

168. Die DIG verfügt überwiegend über sog. „Light Industrial“-Immobilien. Nachfolgend wird die Zusammensetzung des Bestandsportfolios der DIG nach Bundesländern und Objektarten abgebildet:

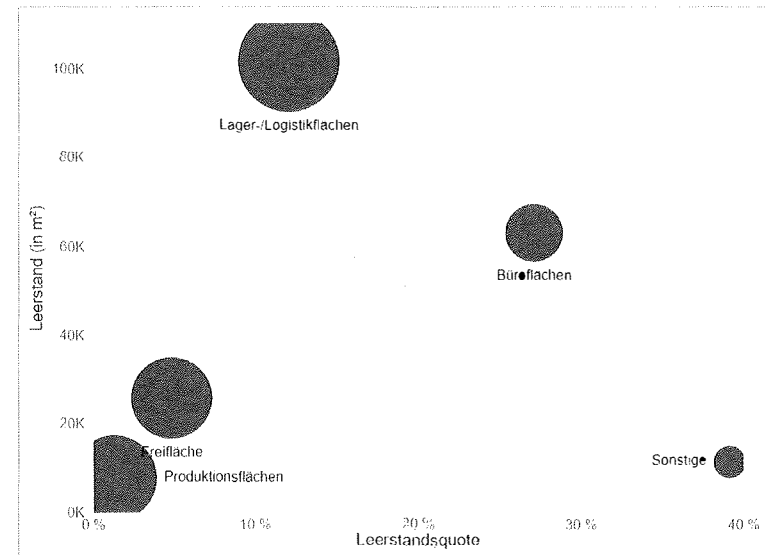


Quelle: DIG; IVA ANALYTICS

Abbildung 5: DIG – DIG-Portfolio Verteilung nach Regionen und Objektarten

169. Das Portfolio der DIG besteht zu rd. zwei Dritteln aus Lager-/Logistikflächen und Produktionsflächen. Hinzu kommen rd. ein Viertel Freiflächen, die im Außenbereich von den zuvor genannten Objektarten liegen. Auch die Büroflächen mit rd. 10,0 % der Gesamtflächen sind ebenfalls industrienah und i.d.R. Nachbargebäude der genannten Light-Industrial Flächen. Die sonstigen Flächen bilden lediglich weniger als 1,0 % des Portfolios.
170. Die durchschnittliche Größe der Objekte im Immobilienportfolio der DIG (in Quadratmeter) ist im Vergleich zu anderen industrienahen Immobilienportfolios tendenziell klein. Der Medianwert der Objektgrößen des Portfolios der DIG beträgt rd. 16.500 m² (und der Mittelwert rd. 24.500 m²). Dabei entfallen rd. die Hälfte der Flächen auf Objekte mit mehr als 10.000 m² vermietbare Fläche, während 28,9 % der Objekte eine Fläche von 2.000 bis 10.000 m² aufweisen. Das verbleibende Viertel sind kleinteilige Flächen mit weniger als 2.000 m².

171. Die nachfolgende Abbildung stellt die Leerstände (in m²) und Leerstandsquoten des Immobilienportfolios der DIG nach Objektarten dar:



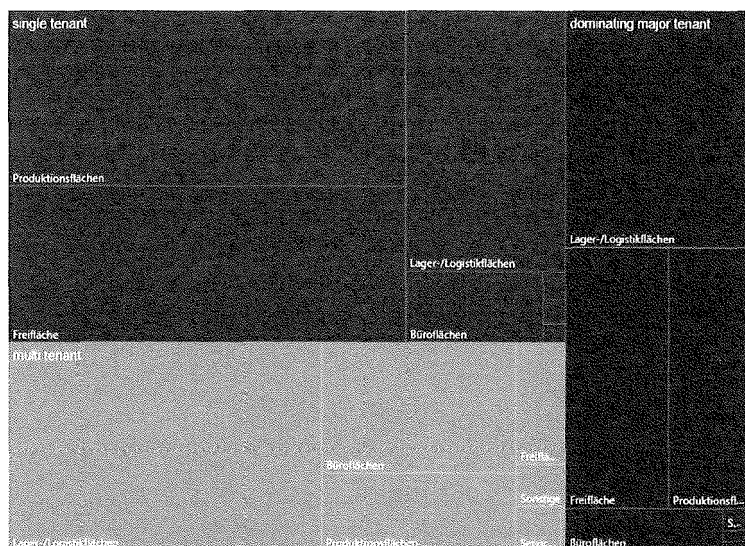
Quelle: DIG; IVA ANALYTICS

Abbildung 6: DIG – Leerstände und Leerstandsquoten nach Objektarten

172. Auf Portfolioebene weist die DIG eine Leerstandsquote von rd. 9,9 % auf. Auf Objektebene sind die Leerstandsquoten heterogen ausgeprägt. Während bei Produktionsflächen mit rd. 1,0 % kaum Leerstand vorliegt, liegt die Leerstandsquote bei Lager-/Logistikflächen bei rd. 12,0 %. Bei den Büroflächen ist mehr als ein Viertel (27,1 %) leerstehend. Büroflächen machen allerdings auch nur rd. 10,9 % der Gesamtflächen des Portfolios aus. Die hohe Leerstandsquote von 39,1 % bei den Sonstigen relativiert sich bei Berücksichtigung, dass diese Objektklasse für unter 2,0 % der Gesamtportfoliofläche steht.
173. Betrachtet man die Leerstandsquoten über die Objektarten hinweg nach Bundesländern, ergibt sich auch eine regionale Heterogenität des Portfolios. Wie bereits dargestellt, konzentrieren sich rd. die Hälfte der Gesamtflächen des Immobilienportfolios der DIG auf die Bundesländer Nordrhein-Westfalen (26,5 %) bzw. Niedersachsen (21,8 %). Während die Leerstandsquote in Nordrhein-Westfalen bei 5,5 % liegt, ist die Leerstandsquote in

Niedersachsen mit rd. 22,2 % in etwa viermal so hoch. Das ist nicht auf unterschiedliche Mixeffekte aus der unterschiedlichen Zusammensetzung nach Objektarten zurückzuführen, sondern auf eine größere Anzahl an Objekten mit Vollausslastung in Nordrhein-Westfalen und auf mehrere Objekte verteilte höhere Leerstände in Niedersachsen.

174. Werden die Objektarten nach Mieterstruktur unterteilt, resultiert die folgende Zusammensetzung:



Quelle: DIG; IVA ANALYTICS

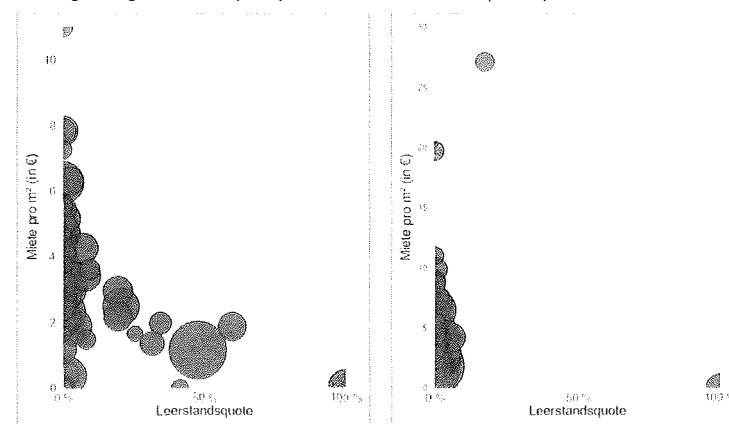
Abbildung 7: DIG – Portfolioanalyse nach Mieterstruktur

175. Einzelmietern (sog. „single tenants“) belegen rd. 46,1 % der Gesamtmietflächen, während Objekte mit breiterer Mieterstruktur („multi tenant“) insgesamt 28,9 % des Portfolioflächen ausmachen. Die verbleibenden 25,0 % entfallen auf Objekte mit mehreren Mietparteien, jedoch einem dominierenden Hauptmieter.
176. Sowohl nach Branche als auch nach Mieter ist das Immobilienportfolio der DIG diversifiziert. Es liegen keine wesentlichen Klumpenrisiken bzw. hohe Konzentrationen vor. Die größte

Branchenabhängigkeit besteht gegenüber Transport-/Logistikdienstleistungen mit rund 12,0 % der Mietflächen, gefolgt von den Branchen Drucklufttechnik, Metallverarbeitung, Papierverarbeitung (inkl. Pappe u. Verpackungen) sowie der Automobilindustrie. Mieter aus diesen Sektoren belegen insgesamt rd. 41,0 % der Gesamtflächen des Immobilienportfolios der DIG. Darüber hinaus verteilen sich die sonstigen knapp 60,0 % der Mietflächen auf Mieter aus einer Vielzahl von Branchen.

177. In den nachfolgenden Abbildungen werden die Leerstandsquoten und Mietniveaus per m² nach Objektarten dargestellt. Die Größe der Kreise spiegelt die Größe der Mietflächen wider:

DIG – Lager-/Logistikflächen (links) und Produktionsflächen (rechts).

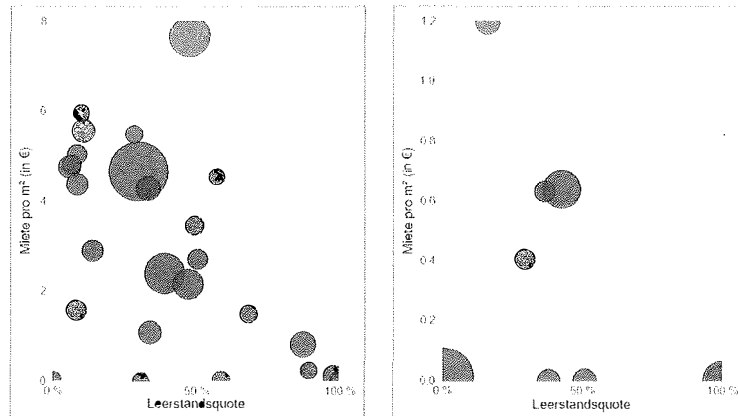


Quelle: DIG; IVA ANALYTICS

Abbildung 8: DIG – Miete per m² vs. Leerstandsquoten – Lager-, Logistik- und Produktionsflächen

178. Bei Lager- und Logistikflächen bestehen einige großflächige Objekte mit hohen Leerstandsquoten bei unterdurchschnittlichen Mietniveaus. Hier könnte operatives Aufholpotenzial durch Revitalisierung und/oder Marketingkampagnen bestehen. Ein wesentlicher Anteil der Produktionsflächen ist zu unterschiedlichen Mietniveaus vermietet.
179. Bei den Büro- und Freiflächen ergibt sich insgesamt ein differenzierteres Bild, wie aus der nachfolgenden Abbildung hervorgeht:

DIG – Büroflächen (links) und Freiflächen (rechts)

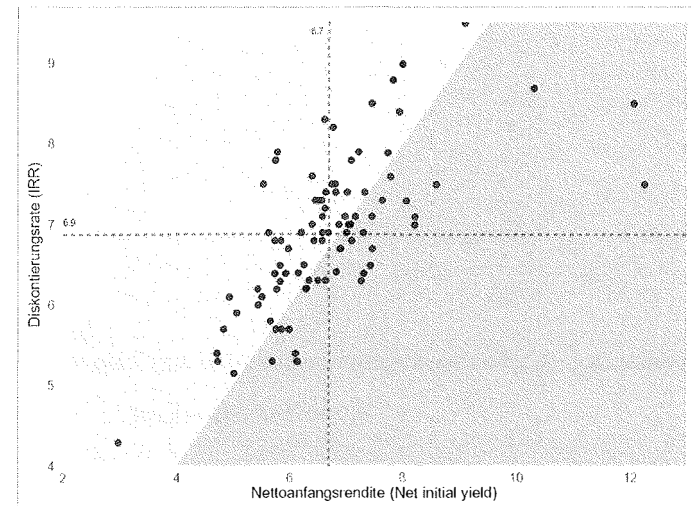


Quelle: DIG; IVA ANALYTICS

Abbildung 9: DIG – Miete per m² vs. Leerstandsquoten – Büro- und Freiflächen

180. Insbesondere bei den Büroflächen liegen z.T. großflächige Objekte zu unterschiedlichen Mietniveaus vor. Eindeutige Muster sind hingegen nicht erkennbar.
181. Nachfolgend werden die impliziten Nettoanfangsrenditen und Diskontierungsraten/ Abzinsungsfaktoren einzelner Objekte innerhalb des Immobilienportfolios der DIG zum 30. Juni 2021 dargestellt. Bei den Diskontierungsraten/Abzinsungsfaktoren handelt es sich um die Raten, die bei der letzten jährlichen Bewertung der Bestandsobjekte zum 30. Juni 2021 im Rahmen einer DCF-Bewertung per Objekt zugrunde gelegt wurden.

DIG – Nettoanfangsrenditen vs. Diskontierungssätze von Objekten aus dem Portfolio der DIG



Quelle: DIG; IVA ANALYTICS

Abbildung 10: DIG - Nettoanfangsrenditen vs. Diskontierungsraten auf Objektebene

182. Die gestrichelte Linie in der Abbildung stellt die ungewichteten Durchschnitte der Nettoanfangsrenditen und der Diskontierungsraten dar. Die impliziten Nettoanfangsrenditen einzelner Objekte aus dem Immobilienportfolio der DIG sind zum 30. Juni 2021 breit gestreut und liegen im ungewichteten Mittel bei rd. 6,7 %. Die Hälfte der Objekte weist Nettoanfangsrenditen innerhalb einer Spanne zwischen 5,9 % und 7,2 % auf. Es liegt ein hoher Zusammenhang von Nettoanfangsrenditen und Diskontierungsraten aus den einzelnen DCF-Bewertungen der Immobilien vor. Der ungewichtete Durchschnitt der Diskontierungsraten beträgt 6,9 %.

2. CTP N.V. (CTP)

a) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

183. Die folgende tabellarische Darstellung enthält einen Überblick über die rechtlichen Verhältnisse der CTP.

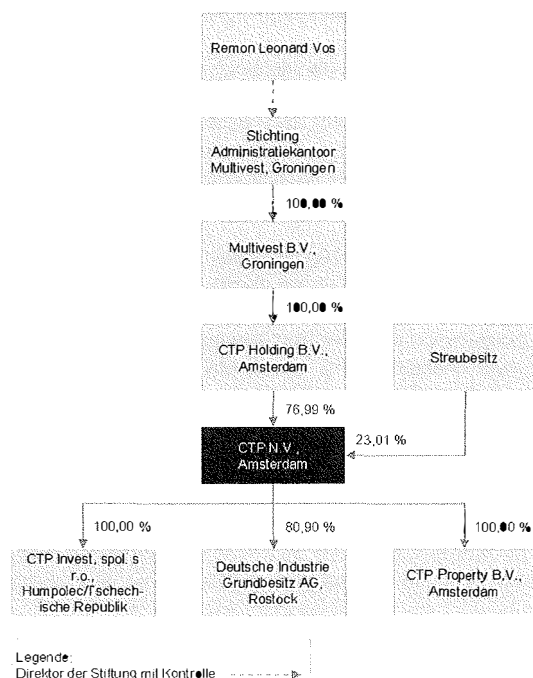
Firma:	CTP N.V.
Sitz:	Amsterdam (Niederlande)
Satzung:	26. April 2022
Rechtsform:	Aktiengesellschaft (naamloze vennootschap)
Handelsregister:	Handelsregister der niederländischen Handelskammer unter der Register-Nummer 76158233
Gegenstand des Unternehmens:	- Die Investition in Immobilien durch den Erwerb, die Entwicklung, den Bau, die Vermietung, das Eigentum an Grundstücken, Gebäuden und anderen Vermögensgegenständen und Eigentumsrechten sowie die Vermietung von Immobilien; - die Verwaltung, Vermietung, Verpachtung und Veräußerung von Immobilien und anderen Vermögenswerten; die Gründung anderer Gesellschaften und Unternehmen, die Beteiligung an diesen und deren Leitung; - die Erbringung von Management-, Finanz-, Verwaltungs-, Handels- oder sonstiger Dienstleistungen für andere Gesellschaften, Personen und Unternehmen; - die Finanzierung anderer Gesellschaften und Unternehmen; - die Aufnahme und Vergabe von Krediten und Darlehen und Beschaffung von Mitteln, einschließlich der Ausgabe von Schuldverschreibungen, Schuldscheinen oder anderen Finanzinstrumenten, sowie der Abschluss von Vereinbarungen im Zusammenhang mit den vorgenannten Tätigkeiten; - das Gewähren von Garantien, um die Gesellschaft zu verpflichten und Vermögenswerte für Verpflichtungen der Gesellschaft, ihrer Tochtergesellschaften im Sinne von Art. 2:24a des Niederländischen Bürgerlichen Gesetzbuches (Burgerlijk Wetboek – „Niederländisches Bürgerliches Gesetzbuch“) und Dritter zu verpfänden oder anderweitig zu belasten; und - die Investition in, der Erwerb, die Übertragung, die Veräußerung, die Verwaltung und der Betrieb von Immobilien, persönlichem Eigentum, Aktien, Schuldverschreibungen, Wertpapieren und anderen Gütern, einschließlich Patenten Markenrechten, Lizenzen, Genehmigungen und anderen

	gewerblichen Schutzrechten, um Pensionsfonds zu verwalten und alle Tätigkeiten auszuüben und Projekte zu entwickeln, die der Verwirklichung der vorgenannten Ziele förderlich sein können; und schließlich alle Tätigkeiten, die im weitesten Sinne mit den Zielen in Zusammenhang stehen oder diese fördern
Geschäftsjahr:	1. Januar bis 31. Dezember
Grundkapital:	Das Grundkapital beträgt 69.250.261,60 € und ist eingeteilt in 432.814.135 auf den Namen lautende Aktien mit einem anteiligen Nennbetrag von je 0,16 €.
Aktionärsstruktur:	Die Aktionärsstruktur der CTP stellt sich wie folgt dar: - Remon Leonard Vos (mittelbar über die CTP Holding B.V., Amsterdam/Niederlande (76,99 %) - Streubesitz (23,01 %)
Vorstand:	Remon Leonard Vos (Executive Director und CEO) Richard John Wilkinson (Executive Director und CFO) Barbara Antonia Knoflach (Non-Executive Director und Senior Independent Director) Pavel Trenka (Non-Executive Director) Gerardus Wenceslaus Ignatius Maria Van Kesteren (Non-Executive Director) Susanne Eickermann-Riepe (Non-Executive Director)

Quelle: CTP

Tabelle 6: Rechtliche Verhältnisse der CTP

184. Die vereinfachte aktuelle gesellschaftsrechtliche Struktur der CTP ist nachfolgend graphisch dargestellt:



Quelle: CTP

Abbildung 11: Gesellschaftsrechtliche Struktur der CTP

185. Die CTP wird mit einem Anteil von 76,99 % von der CTP Holding B.V., Amsterdam gehalten, die wiederum eine 100 %ige Tochter der Multivest B.V., Groningen („Multivest“) ist. Sämtliche Anteile der Multivest werden von der Stichting Administratiekantoor Multivest, Groningen, einer Stiftung nach niederländischem Recht mit dem Sitz in Groningen, gehalten. Remon Leonardo Vos fungiert als alleiniger Direktor der Stiftung. Darüber hinaus ist Remon Leonardo Vos CEO der CTP.
186. Die CTP ist mit einem Anteil von etwa 80,90 % an der DIG beteiligt. Gleichzeitig verfügt die CTP über die beiden 100%igen Tochtergesellschaften CTP Invest, spol. S r.o., Humpolec/Tschechien („CTP Invest“) sowie CTP Property B.V., Amsterdam („CTP Property“). Die CTP

Invest sowie die CTP Property betreiben mittels ihres Konsolidierungskreises das operative Geschäft der CTP in den Ländern Tschechische Republik, Ungarn, Rumänien, Polen, Slowakei, Österreich, Deutschland, Serbien und Bulgarien.

b) Wirtschaftliche Grundlagen

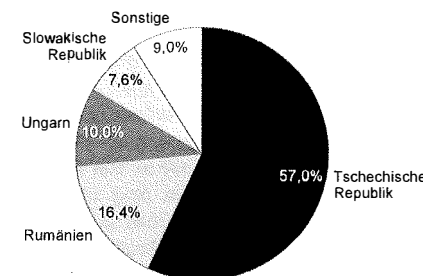
187. Die in Amsterdam in den Niederlanden ansässige CTP N.V. ist eine Holding- und Managementgesellschaft für Industrie- und Logistikimmobilien in Mittel- und Osteuropa und zählt zu den größten europäischen Gewerbeimmobilienunternehmen in Europa. Zusammen mit ihren Tochtergesellschaften fungiert CTP als Eigentümer, Entwickler und Verwalter („Build-to-Own“) von Immobilien, die überwiegend unter eigener Regie entwickelt und gebaut wurden.
188. Der Ursprung des Konzerns, dessen Wurzeln in der Tschechischen Republik liegen, geht auf das Jahr 1998 zurück und begann mit dem Bau des ersten Gewerbeparks an der Autobahnstrecke zwischen Prag und Brno. Unter der Führung seines Gründers und amtierenden CEO, Remon Vos, ist das Unternehmen über die folgenden zwei Jahrzehnte vor allem in der Tschechischen Republik, Rumänien, Ungarn und der Slowakischen Republik zur ersten Adresse in diesem Marktsegment avanciert. 2019 wurde mit Blick auf eine angestrebte Börsennotierung die CTP N.V. als Holding aufgesetzt, was im Rahmen einer gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierung erfolgte.
189. Der Konzern betreibt ein vertikal integriertes Geschäftsmodell. Herzstück der Geschäftstätigkeit ist die Immobilienentwicklung, die sich zumeist an den konkreten Anforderungsprofilen bestehender oder künftiger Mieter orientiert. Bei Neubauprojekten liegen zu Baubeginn gewöhnlich bereits Mietverträge für weit mehr als die Hälfte der zu vermietenden Flächen vor. Die Laufzeit der Mietverträge, die üblicherweise eine festgeschriebene Anpassung von 1,5-2,5 % p.a. enthalten und in jüngerer Zeit als zusätzliche Absicherung zudem an den jeweiligen Verbraucherpreisindex gekoppelt sind, bewegt sich zwischen fünf und 15 Jahren.
190. Der Konzern hat sein Portfolio mehrheitlich selbst entwickelt und nicht über Akquisitionen erworben, wobei er in den meisten Ländern auch die Bewirtschaftung der Liegenschaften übernimmt. Indem CTP als Generalunternehmer fungiert und die Bauphase vom Anfang bis zum Ende begleitet, wird die gesamte Wertschöpfungskette von der Planung über den Bau bis zur Grundstücks- und Gebäudeverwaltung abgedeckt. Damit reduziert der Konzern nicht zuletzt Ankaufsrisiken und vermeidet Preisaufschläge, die für bereits bestehende Projekte zu zahlen wären. Die Projektrisiken werden dadurch eingegrenzt, dass die Bauausführung häufig nach Mietervorgabe erfolgt.

191. In der Kombination aus Asset Management-Expertise auf der einen und dem Know-how als Entwickler auf der anderen Seite sieht der Konzern zudem Synergien, die sowohl den Mietern als auch dem Unternehmen selbst zugutekommen. Über die Grundstücks- und Gebäudeverwaltung kann der Konzern in Absprache mit den Mietern Einfluss auf die Betriebskosten nehmen und diese bspw. durch Modernisierungsinvestitionen senken, was der CTP im Gegenzug Spielraum für Mieterhöhungen verschafft. Ferner besteht auf diese Weise ein steter und direkter Kontakt zu den Mietern, der die Mieterbindung und -zufriedenheit fördert, die sich in einem hohen Vermietungsgrad sowie einem hohen Anteil von Bestandsmietern am Wachstum des Konzerns zeigt.
192. Ende 2021 waren 45,0 % der Mietfläche des Konzerns auf lediglich zehn Gewerbeparks mit einer Fläche von jeweils mehr als 100.000 m² konzentriert. Derartige Parks bieten dank Standardisierung der architektonischen Bauteile und der Flächenlayouts flexible Raumnutzungskonzepte, die es CTP mit einem vertretbaren Aufwand ermöglichen, bspw. Logistik- in Gewerbeflächen (und umgekehrt) umzuwandeln. Auf diese Weise kann auf die unterschiedlichen Bedürfnisse von Mietern reagiert werden.
193. Zudem wird bei Flächengrößen dieser Dimension die Bauphase zumeist auf mehrere Abschnitte verteilt, was sowohl für den Projektentwickler als auch die Mieter den Vorteil späterer Erweiterungsoptionen bietet. CTP etwa kann dank solcher Grundstücksreserven mit einem überschaubaren Risiko neue Produktangebote testen, wie z.B. Kühlhauslagerung, Datencenter oder Laboreinrichtungen. Oftmals gehören der CTP auch noch angrenzende Baugrundstücke, die den Gewerbeparks weiteres Wachstumspotenzial eröffnen.
194. Das Immobilienportfolio des Konzerns ist in den vergangenen 23 Jahren auf 7,6 Mrd. € angewachsen und hat sich allein in den vergangenen zehn Jahren mehr als verdreifacht. Dabei handelt es sich in erster Linie um große (>100.000 m²), vielseitig nutzbare Industrie- und Gewerbeparks in Metropolregionen oder an wichtigen Verkehrsknotenpunkten. Besonders stark ist die Präsenz des Konzerns im Einzugsgebiet größerer Wirtschaftszentren wie Budapest, Bukarest, Bratislava, Prag, Brno, Pilsen und Ostrava.
195. Über die Bestandsimmobilien hinaus verfügt der Konzern über Baugrundstücke („Land Bank“) für Projektentwicklungen im Volumen von 17,8 Mio. m² (davon rund ein Drittel in Form von Kaufoptionen). Dies entspricht einer bebaubaren Fläche von rund 8,0 Mio. m², die potenziell ausreichen würde, um die derzeitige Bruttomietfläche von 7,6 m² in etwa zu verdoppeln. Das Gros der Grundstücke befindet sich in der Tschechischen Republik (36,0 %) und in Rumänien (17,0 %), den beiden Hauptmärkten des Konzerns (vgl. CTP, Ergebnispräsentation 2021).
196. Rund zwei Drittel der Baugrundstücke liegen in direkter Nachbarschaft von Gewerbeparks aus dem Portfolio der CTP, was erklärt, weshalb ein Großteil des Neugeschäfts mit bestehenden

Kunden abgeschlossen wird; 2021 lag die Quote bei 80,0 %. Bei Neuentwicklungen – in der Regel mit einer Bauzeit von sechs bis neun Monaten – auf angrenzenden Grundstücken kann CTP von der bereits vorhandenen Infrastruktur und seinem Know-how vor Ort profitieren.

197. Der geschäftliche Schwerpunkt der CTP liegt nach wie vor in der Tschechischen Republik, allerdings mit abnehmender Tendenz. Gleichwohl entfiel auf sie 2021 noch immer ein Anteil von 57,0 % am Bruttoinventarwert („Gross Asset Value“, „GAV“) von knapp 8,5 Mrd. €. Der GAV ist die Summe aus Renditeliegenschaften (Bestand und in Entwicklung) und Sachanlagen.
198. Zweitwichtigstes Land im Portfolio der CTP ist Rumänien mit einem Anteil von 16,4 % am GAV, gefolgt von Ungarn (10,0 %) und der Slowakischen Republik (7,6 %). Bezogen auf die Bruttomietfläche hat der Konzern in diesen vier Ländern einen durchschnittlichen Marktanteil von rd. 27,5 %, womit er dort der mit Abstand größte Anbieter von Industrie- und Logistikimmobilien ist.

Portfolioanteile (Bruttoinventarwert) nach Ländern



Quelle: CTP, Geschäftsbericht 2021

Abbildung 12: Bruttoinventarwert (8,5 Mrd. €) per 31.12.2021 nach Ländern

199. CTP ist darüber hinaus Eigentümer und Projektentwickler ausgewählter Business Parks/Centers in zentralen Stadtlagen in der Tschechischen Republik, wo der Konzern zudem drei Hotels besitzt. Diese Randaktivitäten sind allerdings von untergeordneter Bedeutung.
200. Die nachfolgende Tabelle enthält wesentliche Kennziffern zum Bestandsportfolio des Konzerns (ohne Hotels) nach Berichtssegmenten, die nach Ländern abgegrenzt sind.

Länder	Brutto- miet- fläche (Mio. m²)	Anteil an Miet- fläche (%)	Miet- ein- nahmen (Mio. €)	Vermie- tungs- quote (%)	WALT (Jahre)
Tschechische Republik	3,57	47,4%	204,3	95,8%	n.a.
Rumänien	2,07	27,04%	60,5	92,4%	n.a.
Ungarn	0,82	10,8%	31,1	95,5%	n.a.
Slowakische Republik	0,66	8,7%	25,8	97,7%	n.a.
Sonstige	0,42	5,6%	12,9	97,2%	n.a.
Gesamt	7,54	100,0%	334,7	95,10%	6,7

* exkl. Hotels

Quelle: CTP; IVA-Analysen

Tabelle 7: Kennziffern des Bestandsportfolios (ohne Hotels) für 2021

201. Bei der Standortentwicklung achtet CTP auf höchste Qualitätsstandards bzgl. Baunormen und Gebäudeinfrastruktur sowie die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten einschließlich entsprechender Zertifizierung. In den Gewerbeparks finden sich oftmals auch Freizeiteinrichtungen, Unterkünfte, Dienstleistungsangebote und Gastronomie, um den Immobiliennutzern ein möglichst ansprechendes Umfeld zu bieten. Mit der Standortwahl, hohen Gebäudestandards und einem Full-Service-Angebot zielt CTP auf potente Mieter, darunter zahlreiche internationale Konzerne, die es dem Unternehmen ermöglichen, überdurchschnittliche Mieten zu erzielen.
202. Nicht zuletzt, weil sich CTP als Partner seiner mehr als 750 Mieter versteht, ist es dem Konzern gelungen, eine hochwertige Mieterstruktur zu schaffen, die aus zahlreichen namhaften, finanziell stabilen Unternehmen besteht und von einer hohen Kundenbindungsrate geprägt ist. Die gewichtete Restlaufzeit der Mietverträge („WAULT“ bzw. „WALT“) beträgt rund 6,7 Jahre, die Collection Rate, also das Verhältnis von bezahlter zu fälliger Miete, liegt bei 98,0 %. Die Qualität des Portfolios zeigt sich auch an der hohen Auslastungsquote, die um einen Wert von 95,0 % schwankt.
203. Die Mieter nutzen die Immobilien der CTP vorwiegend für Logistik- und Lagerzwecke, Forschung und Entwicklung, einfache Produktionsprozesse sowie Verwaltungsfunktionen. Es handelt sich dabei vor allem um nationale und internationale Logistikbetriebe, High-Tech- und E-Commerce-Unternehmen sowie produzierende Betriebe. Etwa die Hälfte der Mieter kommt aus den Bereichen Lagerhaltung und Logistik, weitere 22,9 % aus dem Automobilsektor (31.12.2021). Das Mieterspektrum ist zudem recht breit, so weisen die Top 5 Mieter (DHL,

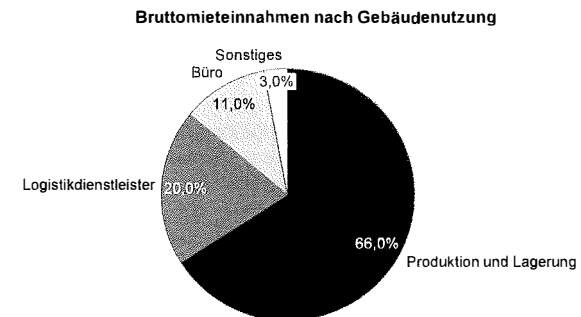
Honeywell, DB Schenker, DSV und Quehenberger) lediglich einen Anteil von rund 10,0 % an den Bruttomieteinnahmen auf (Q2 2021).

Branche	Mieterbeispiele
Logistik	DHL, DSV und DB Schenker.
Produktion	ABB, Kompan und Zodiac Aerospace
High-Tech/IT	Lenovo, Acer, Wistron und ThermoFisher
Automobilindustrie	Yanfeng, Faurecia, Lear
ECOMMERCE/Einzelhandel/ Großhandel und Distribution	Primark, Profi, Rohlik.cz

Quelle: CTP, Wertpapierprospekt

Tabelle 8: Mieterbeispiele nach Branchen

204. Die Mieteinnahmen des Industrieportfolios nach Gebäudenutzung setzten sich 2021 wie folgt zusammen:



Quelle: CTP, Ergebnispräsentation 2021

Abbildung 13: Mieteinnahmen nach Nutzungsart (2021)

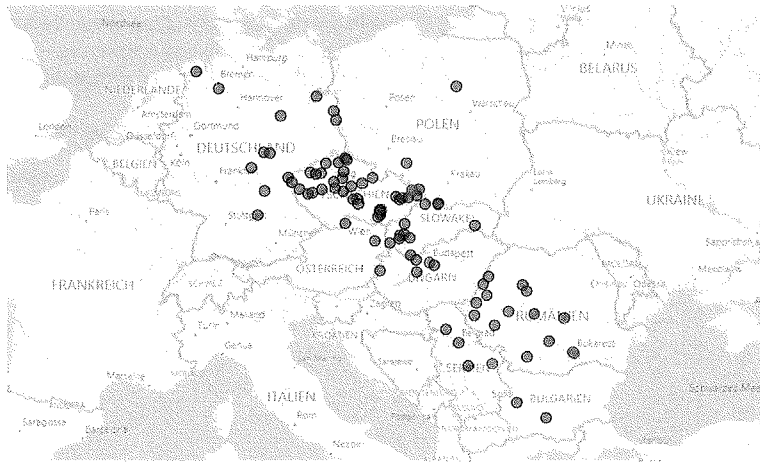
205. Strategisch strebt der Konzern ein kontrolliertes organisches Wachstum seines Immobilienportfolios an, das sich eng an den Bedürfnissen der Mieter orientiert. Im Rahmen des Börsengangs vor einem Jahr war CTP noch davon ausgegangen, vor allem durch die Entwicklung eigener Baugrundstücke die verwaltete Mietfläche bis Ende 2023 auf 10,0 Mio. m² auszuweiten. Mittlerweile geht der Konzern davon aus, dieses Ziel bereits Ende dieses Jahres erreichen zu können.

206. Der Konzern will auch künftig Baugrundstücke an Standorten erwerben, an denen die Nachfrage nach Logistikimmobilien weiter steigen dürfte. Geografisch hat CTP eine selektive Expansion in Länder angekündigt, in denen der Konzern bislang nicht oder nur in geringem Umfang vertreten ist. Das gilt einerseits für die Nachbarländer Polen, Serbien und Bulgarien, wo schon erste Investitionen erfolgt sind. Die jüngsten Expansionsschritte erfolgten in Österreich und den Niederlanden, gefolgt von einer strategischen Akquisition Anfang 2022 in Deutschland.
207. Im Januar 2021 ist CTP eine auf zunächst fünf Jahre angelegte strategische Partnerschaft mit der polnischen MDC2 eingegangen. Ziel der Zusammenarbeit ist der Ankauf, die Entwicklung und Verwaltung von Liegenschaften in Polen. In Polen weicht CTP insofern von seiner bisherigen Strategie ab, als der Konzern die Entwicklung und das Property Management auf den Partner MDC2 überträgt.
208. Mit der jüngst erfolgten Übernahme der DIG schafft sich die CTP nun auch eine starke Präsenz in Westeuropa. Der Immobilienbestand der DIG im Umfang von mehr als 800,0 Mio. € lässt Deutschland zum drittgrößten Markt der CTP avancieren. Auch in diesem Fall rückt CTP von ihrer bisherigen Politik des „Build-to-Own“ ab, indem sie einen Bestandshalter erwirbt. Die angestrebte Investitionsrendite von mehr als 10,0 % soll aber auch unter Berücksichtigung potenzieller Verwässerungseffekte durch den Eintritt in neue Märkte gelten. 2021 lag die Rendite bei 11,0 %, nach 11,6 % im Vorjahr.
209. Als langjähriger Eigentümer von Immobilien hat CTP frühzeitig das Thema Nachhaltigkeit bei der Gestaltung seiner Gewerbeparks berücksichtigt, das auf Mieterseite zunehmend mit in das Anforderungsprofil an Gebäude und Betriebsabläufe einfließt. Seit Januar 2021 verfügen Unternehmensangaben zufolge alle Industrie- und Logistikimmobilien der CTP über das britische Nachhaltigkeitszertifikat BREEAM (Building Research Establishment Environmental Assessment Method), das 1990 entwickelte und am weitesten verbreitete Zertifizierungssystem für nachhaltiges Bauen.
210. Seit 2010 sind außerdem sämtliche neu errichteten Gebäude der CTP solarfähig, also entweder mit Dachvorrichtungen zur Anbringung von Solarpanelen oder bereits installierten Panelen ausgestattet. Der Konzern beabsichtigt, Solaranlagen mit einer Nennleistung von rund 250 MW auf den Dächern seiner Gebäude zu installieren, die in der Spitze sogar auf 700 MW anwachsen könnte. Schon jetzt hat der Konzern eigenen Angaben zufolge über das gesamte Portfolio hinweg Klimaneutralität erreicht. Darüber hinaus will sich CTP auch im sozialen Bereich verstärkt engagieren, indem kommunale Initiativen und lokale Wohlfahrtsverbände unterstützt werden, die sich für benachteiligte Jugendliche einsetzen.

c) Immobilienportfolio der CTP

Bestandsportfolio

211. Das Portfolio der CTP besteht aus Bestandsimmobilien, Immobilienprojektentwicklungen und unbebauten Grundstücksflächen. Der regionale Schwerpunkt des Portfolios der CTP liegt in Osteuropa.
212. Per Dezember 2021 befinden sich 47,6 % der Gesamtflächen der Bestandsimmobilien in der Tschechischen Republik und 28,7 % in Rumänien. Folglich weisen diese beiden Länder eine hohe Konzentration mit über drei Viertel der Bestandsflächen auf. Die übrigen Flächen des Bestandsportfolios verteilen sich mit 10,8 % auf Ungarn, mit 8,9 % auf die Slowakische Republik und mit 2,5 % auf Serbien. Darüber hinaus befinden sich weitere Flächen in den Niederlanden, Österreich, Polen, Slowenien und Bulgarien.
213. Vor dem Hintergrund des aktuell andauernden Ukraine-Kriegs ist festzuhalten, dass mit Rumänien, Ungarn, der Slowakischen Republik und Polen vier Länder, in denen sich in der Summe große Flächen der Bestandsobjekte der CTP befinden, unmittelbar an die Ukraine angrenzen.
214. Die nachfolgende Abbildung stellt die regionale Portfolioverteilung (Bestandsimmobilien) der CTP nach Standorten dar:

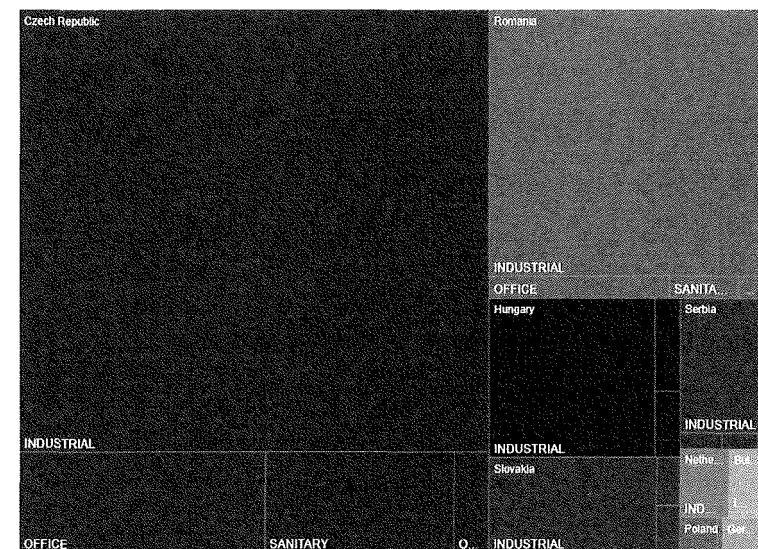


Quelle: CTP; IVA ANALYTICS

Abbildung 14: CTP – Regionale Portfolioverteilung nach Standorten

215. Betrachtet man das CTP-Portfolio auf der Basis von Standorten der Objekte zeigt sich eine relative breite Streuung nach Städten in den einzelnen Ländern mit hohen Flächenanteilen.
216. Die fünf größten Städte (mit teilweise weiterer Streuung der Objekte innerhalb dieser Städte) stehen für knapp die Hälfte des Bestandsportfolios (48,6 %). Es handelt sich um die folgenden Städte, die in der oberen Karte farblich rot hervorgehoben sind:
- Bukarest, Rumänien: 19,8 %
 - Bor, Tschechische Republik: 7,6 %
 - Brno, Tschechische Republik: 7,6 %
 - Budapest, Ungarn: 6,8 %
 - Ostrava, Tschechische Republik: 5,8 %

217. Auch verdeutlicht die Abbildung, dass die Standorte der Bestandsimmobilien nicht unmittelbar bzw. grenznah zur Ukraine, sondern überwiegend in den westlichen Teilen der Länder Polen, Slowakei, Ungarn und Rumänien liegen. Bzgl. möglicher Auswirkungen des Ukraine-Kriegs und den daraus resultierenden Unsicherheiten verweisen wir auf den Abschnitt D.I.3.
218. Eine einheitliche Definition der Objektarten innerhalb des Portfolios der CTP und der DIG liegt nicht vor. Nachfolgend wird die Zusammensetzung des Bestandsportfolios der CTP nach Ländern und Objektarten abgebildet:



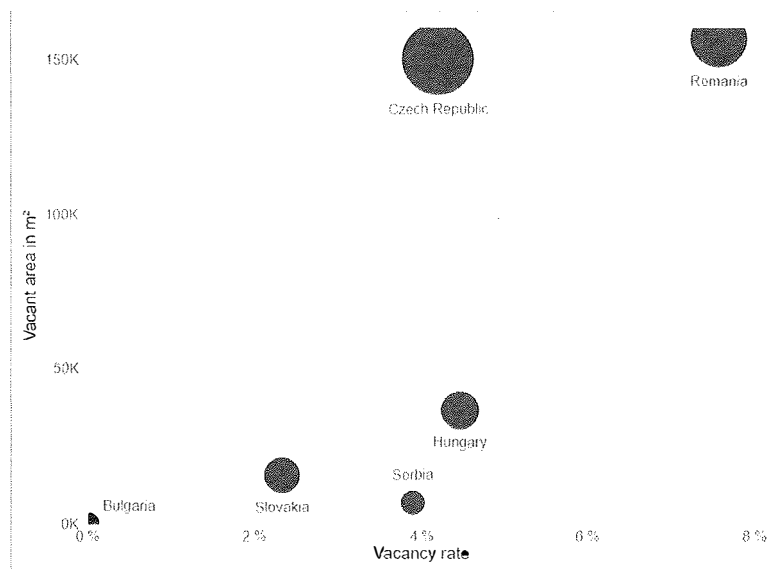
Quelle: CTP; IVA ANALYTICS

Abbildung 15: CTP – Portfolioverteilung nach Ländern und Objektarten

219. Der Bereich „Industrial“ in der Tschechischen Republik bildet mit einem Anteil von 51,3 % der Gesamtflächen den Kern des Bestandsportfolios der CTP. Der Bereich „Industrials“ steht länderübergreifend für 84,5 % der Gesamtflächen (vermietete und leerstehende Flächen). Jenseits von „Industrials“ entfallen 8,2 % der Gesamtflächen auf „Office“ und 5,7 % auf „Sanitary“ und 1,6 % auf sonstige Flächen, die überwiegend im Zusammenhang mit den „Industrials“-Flächen stehen.

220. Der Median der durchschnittlichen Fläche per Objekt beträgt rd. 31.000 m² und ist damit etwa doppelt so hoch wie der Median der durchschnittlichen Flächen der DIG (16.500 m², vgl. Tz. 172), während der Mittelwert mit rd. 70.000 m² nochmals deutlich höher liegt. Grund für den hohen Mittelwert sind insb. einige Industrieparks mit sehr großen Flächen, wie etwa der größte Park im tschechischen Bor mit knapp 1,2 Mio. m² und weiteren vier Objekten mit jeweils mehr als 0,6 Mio. m².

221. Die nachfolgende Abbildung stellt die Leerstände (in m²) und Leerstandsquoten des Bestandsportfolios der CTP nach Objektarten per 31. Dezember 2021 dar:



Quelle: CTP; IVA ANALYTICS

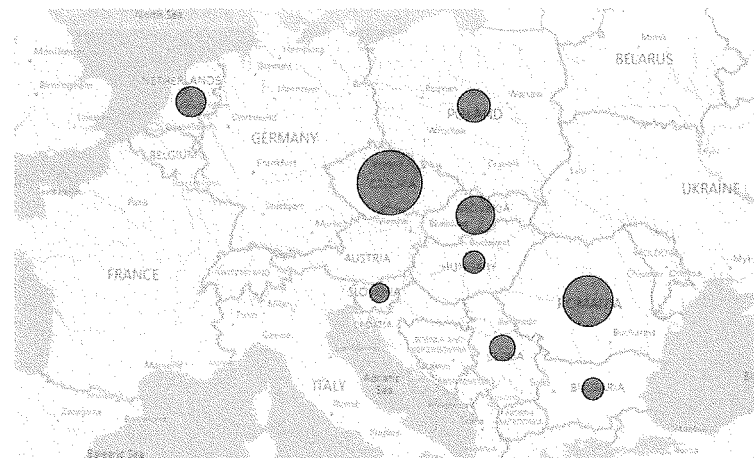
Abbildung 16: CTP – Leerstände und Leerstandsquoten nach Objektarten

222. Auf Gesamtportfolio-Ebene resultiert für die CTP eine Leerstandsquote von 4,9 % per Ende 2021. Der Leerstand im derzeit wichtigsten Markt Tschechische Republik lag bei etwa 4,2 %. Unterdurchschnittliche Leerstandsquoten weisen die Objekte in Bulgarien, Serbien, Polen und

der Slowakischen Republik auf, während die Objekte in Rumänien den höchsten Leerstand ausweisen.

Unbebaute Grundstücksflächen und Projektentwicklungen

223. Per 31. Dezember 2021 verfügt die CTP über ein Portfolio von rd. 12 Mio. m² an unbebauten Grundstücksflächen¹⁰. Eine Verteilung der unbebauten Grundstücksflächen nach Ländern wird in der folgenden Abbildung dargestellt:



Quelle: CTP; IVA ANALYTICS

Abbildung 17: CTP – Landreserven nach Ländern

224. Die größten Anteile an den unbebauten Grundstücken der CTP befinden sich mit 33,1 % in der Tschechischen Republik und mit 23,0 % in Rumänien. Darüber hinaus sind wesentliche unbebaute Grundstücksflächen in der Slowakischen Republik (14,3 %) und in Polen (10,2 %). Somit besteht mit den unbebauten Grundstücksflächen weiteres Potenzial, die starke Marktposition in Tschechien und Rumänien mit künftigen Projektentwicklungen noch weiter auszubauen.

¹⁰ Zudem verfügt die CTP über Optionen zum Erwerb von weiteren 5,8 Mio. m².

225. Bei den Projektentwicklungen zeigt sich im Vergleich zu den unbebauten Grundstücken ein sehr ähnliches Bild der regionalen Verteilung. Die Projektentwicklungen der CTP verteilen sich per Dezember 2021 mit rd. 25,2 % der entwickelten Flächen auf die Tschechische Republik, mit 17,7 % auf Rumänien und mit 13,3 % auf Ungarn. Beachtenswert ist, dass per Dezember 2021 in den Niederlanden 12,3 % der aktuellen Projektentwicklungen stattfinden. Daraus lässt sich schlussfolgern, dass auch mit dem Erwerb der DIG eine Portfolioexpansion in Westeuropa beobachtbar ist.
226. Ebenso lässt sich schlussfolgern, dass die bestehenden unbebauten Grundstücksflächen eine Indikation für die künftige Wachstumsstrategie der Gesellschaft sind. Die Gesellschaft verstärkt und erweitert einerseits die Positionierung in Osteuropa und weitet zugleich ihre Präsenz u.a. durch die Akquisition der DIG in Deutschland aus. Per Jahresende 2021 stand das Projektentwicklungsportfolio für die Schaffung von rund 1 Mio. m² neuer Mietfläche.

3. Markt und Wettbewerbssituation

a) Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen

227. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Wachstumsraten für Deutschland, wo die DIG ihren geschäftlichen Schwerpunkt hat, sowie für die Hauptmärkte des Immobilienentwicklers CTP in Mittel- und Osteuropa (ausgedrückt im realen Bruttoinlandsprodukt) für die Jahre 2016 bis 2020. Ferner enthält die Tabelle Schätzungen der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) und dem Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche (wiiw) für 2021 sowie Prognosen für 2022 und 2023, die allerdings alle aus der Zeit vor dem Kriegsausbruch in der Ukraine datieren.

Reales BIP-Wachstum in %	2016	2017	2018	2019	2020	2021e OECD/wiiw	2022e OECD/wiiw	2023e OECD/wiiw
Eurozone	1,8	2,7	1,8	1,6	-6,5	5,2	4,3	2,5
Tschechische Republik	2,4	5,4	3,2	3,0	-5,8	2,5 / 2,8	3,0 / 4,0	3,9 / 3,6
Rumänien	4,7	7,3	4,5	4,1	-3,9	6,3 / 6,6	4,5 / 4,3	4,5 / 4,5
Deutschland	2,1	3,0	1,1	1,1	-4,9	2,9	4,1	2,4
Ungarn	2,2	4,4	5,4	4,6	-4,8	6,9 / 6,3	5,0 / 4,5	3,0 / 4,0
Slowakische Republik	1,9	3,0	3,8	2,6	-4,4	3,2 / 3,0	5,0 / 3,9	4,8 / 3,7

Quelle: OECD Interim Economic Outlook presentation, Dezember 2021; wiiw Databases Central, East and Southeast Europe, 19.01.2022

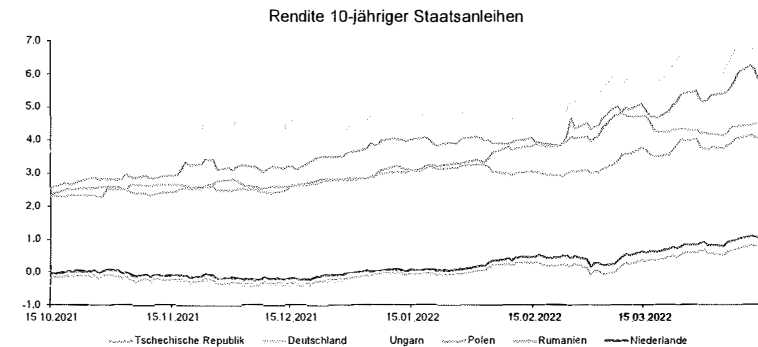
Tabelle 9: Veränderungsraten des realen Bruttoinlandsprodukts (in % zum Vorjahr)

228. Aus der Tabelle geht hervor, dass Deutschland sowie die Tschechische Republik, Rumänien, Ungarn und die Slowakische Republik wirtschaftlich zum Teil deutlich besser durch das Coronajahr 2020 gekommen sind als der Durchschnitt der Euroländer. Dazu haben fiskalpolitische Maßnahmen beigetragen, aber auch der Umgang mit der COVID-19-Pandemie. Während für viele Länder anfänglich der Gesundheitsaspekt im Vordergrund stand und sie sich daher in erster Linie um eine Eindämmung der Ansteckungsraten bemühten, räumten viele der osteuropäischen EU-Länder im Winterhalbjahr 2020/21 der Konjunktur Vorrang vor der Pandemiebekämpfung ein. Dies ermöglichte es mehr Menschen zur Arbeit zu gehen als noch in der ersten Welle und stützte das Wachstum.
229. Die Folge davon war jedoch ein starker Anstieg der Infektionszahlen im Frühjahr 2021, der viele Regierungen zu neuen Lockdowns zwang und die Konjunktur belastete. Über die Sommermonate 2021 hellte sich die konjunkturelle Entwicklung europaweit wieder deutlich auf. Wachstumstreiber war vor allem der Privatverbrauch, der von den Aufhebungen der Mobilitäts- und Kontaktbeschränkungen, Nachholeffekten infolge eines hohen Sparaufkommens während der Pandemie sowie steigender Beschäftigung und Löhne profitierte.

230. In Deutschland sowie der Tschechischen und der Slowakischen Republik bewegte sich das Wachstum 2021 vorläufigen Berechnungen zufolge in einer Größenordnung von 2,5 % bis gut 3,0 %, womit der Wohlstandsverlust aus dem Vorjahr nicht gänzlich aufgeholt werden konnte. In diesen Ländern verlangsamten im zweiten Halbjahr nicht zuletzt die Material- und Lieferengpässe in Schlüsselbranchen wie der Automobilindustrie den wirtschaftlichen Aufholprozess. Deutlich dynamischer verlief die Entwicklung dagegen in Rumänien und in Ungarn, wo das Wachstum mehr als 6,0 % betrug.
231. Die Engpässe bei wichtigen Vorleistungen und Rohstoffen waren zugleich ein wesentlicher Grund für einen europaweit markanten Anstieg der Inflation. Anders als die Europäische Zentralbank veranlasste dies die Notenbanken der osteuropäischen EU-Mitgliedsstaaten, die nicht dem Euroraum angehören, ihre Leitzinsen im Jahr 2021 gleich mehrfach anzuheben, um die eigene Währung zu stützen und einen zusätzlichen wechselkursbedingten Teuerungsschub zu vermeiden. In der Tschechischen Republik und in Ungarn begann der Zinsstraffungszyklus bereits im Sommer 2021. Die Prager Nationalbank hat die Zügel am stärksten angezogen und ihren Leitzins auf zuletzt 4,5 % erhöht, den höchsten Stand seit 20 Jahren. In Ungarn steht der Leitzins aktuell bei 3,4 %, in Rumänien, wo eine vorübergehende Teuerungsrate auch im zweistelligen Bereich nicht ausgeschlossen wird, dagegen noch bei 2,5 %.
232. Die rekordhohen Teuerungsraten setzen mittlerweile aber auch die Europäische Zentralbank (EZB) zunehmend unter Druck, die bislang an ihrer expansiven Geldpolitik festgehalten hat, um den etwas ins Stocken geratenen wirtschaftlichen Erholungsprozess nicht zu gefährden. Obwohl nun auch noch die schwer abschätzbaren konjunkturellen Folgen des Kriegs in der Ukraine hinzugekommen sind, beschloss die EZB auf ihrer Sitzung in der zweiten Märzwoche 2022 ein schnelleres Ende der Nettoanleihekäufe, das als Voraussetzung für Zinserhöhungen gilt.
233. Dies geschah vor dem Hintergrund einer deutlich angehobenen Inflationsprojektion für 2022 von zuletzt 3,2 % auf nunmehr 5,2 % in der Eurozone. Gleichzeitig senkte die EZB ihre diesjährige Wachstumserwartung für die Eurozone von 4,2 % vom Dezember auf jetzt noch 3,7 % (vgl. EZB, Erklärung zur Geldpolitik, Pressekonferenz vom 10. März 2022).
234. Laut einem Bericht der Financial Times hat sich das Kräfteverhältnis innerhalb der EZB inzwischen eindeutig zugunsten der Falken, d.h. der Befürworter einer restriktiveren Geldpolitik, verschoben, die vor allem das Risiko einer Inflationsspirale eindämmen wollen, ungeachtet möglicher Sorgen, dass der Krieg in der Ukraine Europa in eine Rezession stürzen könnte (vgl. Financial Times, „ECB hawks hold sway as tackling inflation becomes priority“, 12. März 2022). Für diese Einschätzung spricht, dass bei einer weiteren Zuspitzung der geopolitischen Spannungen die Rohstoffpreise ihren Höhenflug fortsetzen und das Argument

für Zinserhöhungen weiter verstärken würden. Sollten die Spannungen hingegen nachlassen, dürfte die Weltwirtschaft schneller wieder Tritt fassen, was sowohl den Handlungsspielraum als auch -bedarf vergrößern würde.

235. Die Kapitalmarktzinsen der mittel- und osteuropäischen Länder haben bereits Mitte des vergangenen Jahres deutlich angezogen. Die zehnjährige Bundesrendite, die fast drei Jahre lang im negativen Bereich verharrte, notierte dagegen am Jahresende 2021 noch bei rund -0,40 %, bevor sie anschließend unter starken Schwankungen auf zuletzt rund 0,25 % anstieg. Insgesamt zeigt sich eine deutliche Ausweitung der Renditespreads zwischen deutschen und mittel- und osteuropäischen Staatsanleihen, die nicht zuletzt höherer Länderrisikoprämien infolge des Ukrainekriegs widerspiegeln dürfte:



Quelle: Bloomberg; IVA

Abbildung 18: Rendite ausgewählter zehnjähriger Staatsanleihen

236. Der Preisauftrieb hat sich durch die infolge des Ukrainekriegs stark angestiegenen Energiepreise in 2022 zunächst fortgesetzt, was den Verbrauchern weitere Kaufkraft entzieht. Gesamtwirtschaftlich steht dem Kaufkraftverlust die Aussicht auf eine höhere Nachfrage infolge des Flüchtlingszustroms entgegen, vor allem in den Nachbarländern der Ukraine, aber auch in Deutschland. Der militärische Konflikt belastet jedoch das Geschäftsklima, was verbunden mit den Unsicherheiten bzgl. der künftigen Zinspolitik die Privatinvestitionen erheblich dämpfen könnte. Darüber hinaus beeinträchtigen der Krieg und die Sanktionen den Handel mit Russland, wobei allerdings die Handelsbeziehungen zumindest auf der Ausfuhrseite nicht mehr die Bedeutung früherer Zeiten haben.

237. Die Abhängigkeit osteuropäischer Länder wie auch Deutschlands von Russland bezieht sich in erster Linie auf (Energie-) Importe, während Russland als Exportmarkt für diese Länder kein großes Gewicht hat. Vor allem seit den 2014 gegen Russland verhängten Sanktionen hat sich das Handelsvolumen der EU mit Russland spürbar verringert. In Deutschland betrug der Anteil der Russlandexporte am Bruttoinlandsprodukt 2020 lediglich rund 0,7 %. In den osteuropäischen EU-Ländern ist das Exposure allerdings teilweise höher. Das gilt vor allem für die Tschechische Republik mit einem Anteil von rund 1,8 % (vgl. Worldbank; vgl. wiwi, „Possible Russian Invasion of Ukraine, Scenarios for Sanctions, and Likely Economic Impact on Russia, Ukraine and the EU“, Februar 2022). Vor diesem Hintergrund dürfte weniger das zur Disposition stehende Handelsvolumen als vielmehr die Aufrechterhaltung einzelner Versorgungsketten Anlass zur Sorge geben, wie sich Anfang März etwa an der explosionsartigen Entwicklung des Nickelpreises ablesen ließ.
238. Ein weiteres Beispiel für Probleme auf der Beschaffungsseite bietet die Automobilindustrie, die nicht nur in Deutschland einen Eckpfeiler der Wirtschaft bildet, sondern auch in den Hauptmärkten der CTP über umfangreiche Produktionskapazitäten verfügt. Die Erholung der Produktionsvolumen, die ohnehin schon unter der anhaltenden Knappheit von Halbleitern leidet, ist durch Unterbrechungen in den Lieferketten infolge des Ukrainekriegs weiter ins Stocken geraten. Hinzu kommen derzeit Kabelbäume von bedeutenden Zulieferern, die an ihren Standorten in der Ukraine derzeit nicht in ausreichendem Umfang fertigen können (vgl. Reuters, „Ukraine invasion hampers wire harness supplies for carmakers“, abgerufen am 2. März 2022).
239. Zusätzliche Lieferschwierigkeiten könnten aus dem Umstand resultieren, dass laut des Bundesverbands Güterverkehr 100.000 Lkw-Fahrer aus der Ukraine fehlen, die das Land nicht verlassen dürfen, da sie kämpfen müssen (vgl. Börsen-Zeitung, „Energiepreisschock trifft deutsche Industrie“, 10.03.2022). Darüber hinaus setzt in China eine neue COVID-Welle der Konjunktur zu, woraufhin die Regierung auf Basis ihrer Null-Toleranz-Politik in bedeutenden Wirtschaftszentren Lockdowns verhängt hat, was das Potenzial für weitere Störungen in den globalen Waren- und Handelsströmen mit sich bringt.
240. Neben diesen wachstumshemmenden Entwicklungen gibt es auch Wachstumsimpulse etwa aus der Aufbau- und Resilienzfähigkeit der EU, dem wichtigsten Element des Wiederaufbaufonds „Next Generation EU“. Mit dem Programm will die EU die wirtschaftlichen und sozialen Auswirkungen der COVID-19-Pandemie abfedern sowie den digitalen Wandel und die Klimawende fördern. Dazu stellt sie Darlehen i.H.v. 385,8 Mrd. € und Finanzhilfen i.H.v. 338,0 Mrd. € zur Verfügung. Von den Mittelzuweisungen sollen vor allem die östlichen EU-Länder profitieren.

241. Nutznießer ist insb. Rumänien, wo die zugesagten Hilfsgelder laut EU 13,1 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) ausmachen. Auch für Ungarn sind die EU-Mittel mit einem Anteil von rund 12,0 % am BIP von erheblicher wirtschaftlicher Bedeutung, allerdings ist deren Freigabe aufgrund von bemängelten Defiziten bei der Rechtsstaatlichkeit derzeit noch blockiert (vgl. Börsen-Zeitung, „Fehlende Rechtsstaatlichkeit wird zum Konjunkturrisiko“, 20.10.2021). Für die Slowakische Republik macht der zugesagte Betrag rund 6,7 % des BIP aus, während der Anteil bei der Tschechischen Republik mit 3,1 % am BIP am geringsten ausfällt.
242. In der Summe erscheinen die aufgeführten Faktoren geeignet, die jüngsten, aber noch vor Ausbruch der Ukraine-Krise erstellten Prognosen der Konjunkturinstitute für 2022 zumindest unter erheblichen Vorbehalt zu stellen. Zu berücksichtigen ist ferner, dass die tatsächliche Wachstumsdynamik 2021, dem Ausgangsjahr für die Wachstumsprognose 2022, durch coronabedingte Nachhol- und/oder Basiseffekte über- oder unterzeichnet sein könnte.
243. Die diesjährige Wachstumserwartung der OECD für **Deutschland** belief sich im Januar noch auf 4,1 %. Damit stand sie im Einklang mit der Herbstprojektion der Bundesregierung, die allerdings bereits kurz vor Kriegsausbruch in der Ukraine ihre Prognose um einen halben Prozentpunkt auf 3,6 % zurückgenommen hatte und dies mit anhaltenden Problemen im internationalen Lieferverkehr und der neuen COVID-19-Infektionswelle begründete. Seither droht der mit einem dicken Auftragspolster ins Jahr gestarteten Industrie zudem ein Einbruch der Russlandexporte, deren Anteil an der deutschen Industriewertschöpfung von dem in London ansässigen Beratungsunternehmen Capital Economics auf 1,8 % veranschlagt wird (vgl. Börsen-Zeitung, „Ökonomen kappen Prognosen für Deutschland“, 05.03.2022).
244. Gesamtwirtschaftlich betrachtet könnten die wegfallenden Russlandausfuhren durch die massive Aufstockung der deutschen Verteidigungsausgaben kompensiert werden. Mit einem Sondervermögen i.H.v. 100,0 Mrd. € soll der Anteil des Wehretats bereits dieses Jahr auf zwei Prozent der Wirtschaftsleistung anwachsen. 2021 belief sich der Verteidigungshaushalt auf etwa 46,9 Mrd. € (vgl. Bundesministerium der Verteidigung, „Verteidigungshaushalt 2021“), was nur etwa 1,3 % des BIP entsprach. Auch andere EU-Staaten wollen mittlerweile ihre Verteidigungsbudgets aufstocken (vgl. Börsen-Zeitung, „EU will Verteidigungsetats erhöhen“, 12. März 2022).
245. Dennoch gehen viele Konjunkturexperten derzeit davon aus, dass die Russlandsanktionen und der nochmalige Teuerungsschub – die Inflationsrate stieg im Euroraum im März auf ein Rekordniveau von 7,4 % – die Wachstumsperspektiven spürbar eingetrübt haben. Die Berechnungen verschiedener Finanzinstitute sehen die konjunkturelle Wachstumseinbuße für Deutschland bislang in einer Größenordnung von 1,0 % bis 1,6 % (vgl. Börsen-Zeitung, „Ökonomen kappen Prognosen für Deutschland“, 05.03.2022). Etwas pessimistischer schätzt

der Internationale Währungsfonds (IWF) die Aussichten für 2022 ein, der seine aus Anlass der Frühjahrstagung von IWF und Weltbank vorgestellte Wachstumsprognose für Deutschland um 1,7 Prozentpunkte auf 2,1 % zurückgenommen hat (vgl. IWF, World Economic Outlook, April 2022).

246. Noch deutlicher könnten die negativen Folgen sein, käme es zu einer Ausweitung der Sanktionen auf Energieimporte aus Russland, von wo Deutschland rund 55,0 % seines Erdgases, rund 50,0 % seiner Kohle und 35,0 % seines Rohöls bezieht (vgl. Börsen-Zeitung, „Energie-Importstopp in EU vorerst kein Thema“, 08.03.2022). Solche Szenarien spielten in der OECD-Prognose für 2023, die bislang von einem Wachstum von 2,4 % ausging, verständlicherweise keine Rolle.
247. Es gibt allerdings nicht nur bei den fossilen Brennstoffen eine Abhängigkeit von Russland. Auch in der Kernenergie sind einige europäische Länder auf Lieferungen aus Russland angewiesen, darunter die Tschechische und die Slowakische Republik sowie Ungarn. Ihre Kernreaktoren, die russischer Bauart sind und bis zu 50,0 % des jeweiligen Strombedarfs abdecken, beziehen angereichertes Uran aus Russland (vgl. NZZ, Internationale Ausgabe, „Ersatz für Uran aus Russland gesucht“, 11.03.2022).
248. Mit Blick auf die Länder Mittel- und Osteuropas lässt sich ungeachtet der aktuellen Folgen des Ukraine Konflikts konstatieren, dass diese noch immer über erhebliches wirtschaftliches Aufholpotenzial gegenüber den westeuropäischen Industrienationen verfügen, das aus ihrer Rückständigkeit zu Zeiten des Eisernen Vorhangs resultiert. Das gilt insb. für Rumänien, während der Tschechischen Republik der Übergang zur Marktwirtschaft wesentlich besser gelungen ist.
249. Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über einige Eckdaten der hier betrachteten Länder.

	BIP pro Kopf (USD)	Inflation	Arbeits- losenquote	Haushaltssaldo in % vom BIP	Staatsver- schuldung in % vom BIP	Leistungs- bilanzsaldo in % vom BIP	Bevölkerungs- anteil >65 Jahre
Tschechien	25.806	3,3 %	2,7 %	-7,0 %	42,4 %	-0,3 %	20,2 %
Rumänien	14.864	4,0 %	5,0 %	-8,0 %	49,3 %	-6,5 %	19,2 %
Deutschland	50.788	3,1 %	3,6 %	-6,5 %	71,4 %	6,7 %	21,7 %
Ungarn	18.528	5,1 %	4,1 %	-7,5 %	79,2 %	-1,1 %	20,2 %
Slowakei	21.383	2,8 %	6,8 %	-7,3 %	61,8 %	-1,7 %	17,1 %

Quelle: German Trade & Invest, Wirtschaftsdaten kompakt, November 2021

Tabelle 10: Ausgewählte Fundamentaldaten für Deutschland und CEE (Schätzungen bzw. Prognose für 2021)

250. Das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf ist in der Tschechischen Republik zwar um rd. zwei Drittel höher als in Rumänien, erreicht gleichwohl aber nur die Hälfte des Niveaus in Deutschland. Vergleichsweise gering ist die Staatsverschuldung in den mittel- und osteuropäischen Ländern, die in Relation zum jeweiligen Bruttoinlandsprodukt deutlich unter dem Durchschnitt der EU (90,1 %) bzw. der Eurozone (97,7 %) liegt (vgl. statista, „Europäische Union: Staatsverschuldung in den Mitgliedsstaaten im 3. Quartal 2021 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt“).
251. Seit der EU-Osterweiterung 2004 sind vor allem die Wirtschaftsbeziehungen zwischen deutschen Unternehmen und den Visegrad-Staaten (Polen, Tschechische Republik, Ungarn und die Slowakische Republik) enorm gewachsen (vgl. GTAI, Markets International 3/19, „Alle Teile dieser Welt“). Sowohl bei den Importen als auch bei den Exporten sind die Volumina in der Summe inzwischen deutlich größer als im Handel mit China. Erheblichen Anteil daran haben die Automobilhersteller und ihre Zulieferer, die in diesen Ländern – ebenso wie in Rumänien – eine starke Präsenz aufgebaut haben.
252. Damit ist Osteuropa längst nicht mehr nur eine verlängerte Werkbank des Westens, die mit niedrigen Lohnkosten punktet, sondern auch zu einem attraktiven Standort für Unternehmen auch im Bereich Hightech-Produktion oder Forschung und Entwicklung geworden (vgl. Börsen-Zeitung, „Mittelosteuropa längst keine verlängerte Werkbank mehr“, Interview mit Oliver Hermes, Chef des Ost-Ausschusses der deutschen Wirtschaft, 20.10.2021). Diese positive Einschätzung trifft allerdings auf einen potenziellen Arbeitskräftemangel in diesen Ländern, der aus Abwanderung und alternden Bevölkerungen resultiert. Die Fertilitätsrate unterschreitet in den hier betrachteten Ländern (einschließlich Deutschlands) das sog. Ersatzniveau von 2,1, bei der die Bevölkerung konstant bliebe.
253. Der **Tschechischen Republik** ist es besonders gut gelungen, nach der politischen Wende 1989 an ihre Tradition als Industrienation anzuknüpfen. Das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf fiel eines der höchsten unter den osteuropäischen Ländern. Die Staatsverschuldung ist gering, das Land verfügt über hohe Devisenreserven und die Handelsbilanz weist einen Überschuss auf.
254. Dank umfangreicher staatlicher Stützungsmaßnahmen, die 5,0 % des tschechischen BIP erreichten, verharrte die Arbeitslosenquote 2020 auf einem niedrigen Niveau von unter 3,0 %, obwohl die Wirtschaftsleistung um 5,8 % schrumpfte. Die wirtschaftliche Erholung 2021 fiel gemessen an der tiefen Rezession mit einem geschätzten Wachstum von 2,5 % bis 2,8 % relativ moderat aus. Dazu dürfte neben der COVID-19-Pandemie und den Problemen in der Automobilbranche auch die Notenbank beigetragen haben, die angesichts eines starken Anstiegs der Verbraucherpreise, hoher Lohnzuwächse und eines überhitzten

Immobilienmarkts bereits Mitte des vergangenen Jahres begann, die geldpolitischen Zügel zu straffen und seither achtmal die Zinsen erhöhte.

255. Dies könnte auch die weitere Entwicklung drosseln, zumal die wichtige Automobilindustrie und andere exportorientierte Wirtschaftszweige weiterhin unter Liefer- und Materialengpässen leiden. Die Wachstumserwartungen für 2022 wiesen zuletzt eine Spannweite von 3,0 % (OECD) bis 4,0 % (wiiw) auf, während für 2023 bislang ein Plus von 3,9 % (OECD) bzw. 3,6 % (wiiw) in Aussicht gestellt wurden. Am Arbeitsmarkt wird angesichts eines bis 2023 erwarteten Rückgangs der Arbeitslosenquote auf 2,5 % tendenziell mit Anspannungen gerechnet.
256. **Rumänien** tat sich mit dem Übergang zur Marktwirtschaft schwerer und gehört mit einem BIP i.H.v. 14.864 USD pro Kopf zu einem der ärmsten Länder Europas. Geprägt wird die Wirtschaftsstruktur vom wachsenden Dienstleistungssektor, der inzwischen einen Anteil von rund 60,0 % an der Wertschöpfung erreicht, während es das verarbeitende Gewerbe auf rund 20,0 % bringt. Herausragende Bedeutung für das Land nimmt die Hauptstadt Bukarest ein, auf die gut 60,0 % der ausländischen Direktinvestitionen entfallen, die in das Land fließen (vgl. GTAI, „Rumänien ist breit aufgestellt“, 10. Mai 2021).
257. Rumänien konnte den Rückgang der Wirtschaftsleistung in 2020 auf unter 4,0 % begrenzen. Trotz anschließenden Lockdowns sowie Sparmaßnahmen im Staatshaushalt ist die rumänische Wirtschaft 2021 mit einem Plus von etwa 6,5 % überdurchschnittlich stark expandiert, was vor allem an der Binnennachfrage lag. Im zweiten Halbjahr flachte die Dynamik aufgrund anhaltender Lieferprobleme in der Automobilindustrie, einer neuen COVID-19-Infektionswelle sowie kräftiger Preissteigerungen (8,2 % im Dezember 2021) ab.
258. Die Ökonomen von OECD und wiiw gingen sowohl für dieses als auch das nächste Jahr bisher von einem BIP-Anstieg in der Größenordnung von rd. 4,5 % und bis 2023 von einem Rückgang der derzeitigen Arbeitslosenquote von rd. 5,0 % auf 4,4 % (OECD) bzw. 3,5 % (wiiw) aus.
259. **Ungarn** hatte bereits zu Zeiten des von der Sowjetunion angeführten Rats für gegenseitige Wirtschaftshilfe (RGW) mit marktorientierten Reformen begonnen und verfügt heute über eine Wirtschaftsstruktur, die mit solchen von den westlichen Industrieländern vergleichbar ist.
260. Nach einem vergleichsweise moderaten Einbruch der Wirtschaftsleistung im ersten Jahr nach Ausbruch der COVID-19-Pandemie kam es im Jahr 2021 zu einer kräftigen Belebung, die gegen Jahresende noch an Dynamik gewann. Vor allem der Bau- und der Dienstleistungssektor expandierten weiter und haben nach Einschätzung von OECD und wiiw zu einem Wachstum von mehr als 6,0 % beigetragen. Zudem hatte die Regierung mit Blick auf die Parlamentswahlen Anfang April 2022 damit begonnen, Wahlgeschenke in Form von Einkommensteuererstattungen und umfangreichen Lohnerhöhungen in der Verwaltung zu

verteilen (vgl. Europäische Kommission, Winter 2022 Economic Forecast). Darüber hinaus wurde der Mindestlohn im Januar 2022 um 20,0 % angehoben, wovon laut OECD ein Fünftel der Beschäftigten profitiert (OECD Economic Outlook, Volume 2021 Issue 2, Dezember 2021).

261. Zur Vermeidung einer konjunkturellen Überhitzung halten Beobachter wie das wiiw daher einen fiskalpolitischen Konsolidierungskurs nach den Wahlen für unvermeidbar, unabhängig davon, wer die Wahl gewinnt (vgl. wiiw, Country Expertise – Hungary, 7. März 2022). Die Notenbank ist angesichts einer hohen Inflation (7,4 % im Dezember 2021) bereits 2021 auf einen geldpolitischen Straffungskurs umgeschwenkt.
262. Für dieses und das nächste Jahr erwarteten die OECD und das wiiw bislang eine Wachstumsverlangsamung auf 4,5 % bis 5,0 % (2022) bzw. 3,0 % bis 4,0 % (2023). Bei der bis auf gut 4,0 % angestiegenen Arbeitslosenquote gingen die ursprünglichen Szenarien von einem leichten Rückgang in diesem und im nächsten Jahr aus.
263. Die 1993 aus der Trennung von der Tschechoslowakei hervorgegangene **Slowakische Republik** startete mit Nachteilen gegenüber der wirtschaftlich stärkeren Tschechischen Republik, hat aber vor allem durch den Beitritt zur EU eine positive Entwicklung eingeschlagen. Einen wichtigen Beitrag leistete die Privatisierung der nahezu gesamten Wirtschaft. Das Land gilt als relativ hoch industrialisiert und profitiert dabei vom Außenhandel mit anderen EU-Ländern. Großen Anteil daran hatte die Automobilindustrie. Dennoch ist die Arbeitslosigkeit mit einer Quote von rund 7,0 % in 2021 vergleichsweise hoch.
264. Die starke Bedeutung der Automobilindustrie erklärt auch, warum sich das Wachstum nach einer Erholung im ersten Halbjahr 2021 deutlich abkühlte. Die Autoexporte wurden von Störungen in den Lieferketten und dem Halbleitermangel beeinträchtigt. Vor Weihnachten kam ein kurzer harter Lockdown hinzu.
265. Für das Jahr 2022 rechneten OECD und wiiw bislang mit einem recht robusten Konjunkturwachstum von 4,0 % bis 5,0 %, gefolgt von einer Steigerung der Wirtschaftsleistung um 3,0 % bis 4,0 % in 2023. Bei der Arbeitslosigkeit wurde von den Instituten dennoch nur ein moderater Rückgang auf knapp 6,0 % unterstellt.
266. Anders als in der Slowakischen Republik bestand in vielen osteuropäischen Länder vor der Pandemie ein aus Abwanderung und alternder Bevölkerung resultierender Arbeitskräftemangel, der die mittel- bis langfristigen Wachstumsperspektiven dieser Länder schmälern könnte. Besonders stark betroffen ist Rumänien, wo die Gesamtbevölkerung von 22,4 Mio. Einwohnern im Jahr 2000 auf zuletzt rund 19,3 Mio. geschrumpft ist (vgl. Statista, Rumänien: Gesamtbevölkerung von 1980 bis 2020 und Prognosen bis 2026). Auch Ungarn steht vor großen demografischen Problemen und hatte bereits vor der Coronakrise viele

Gastarbeiter ins Land geholt, um dem Arbeitskräftemangel zu begegnen. In der Tschechischen Republik und in Deutschland gab es in den vergangenen 20 Jahren dagegen ein leichtes Bevölkerungswachstum von 10,3 Mio. auf 10,7 Mio. Einwohner bzw. von 82,3 Mio. auf 83,2 Mio. Einwohner. In Deutschland ist der positive Trend vor allem der Immigration geschuldet.

267. Einer Studie des wiw aus dem Jahr 2019 zufolge muss sich die EU zwischen 2015 und 2045 auf einen jährlichen Rückgang der arbeitsfähigen Bevölkerung von im Schnitt 0,3 % einstellen. Während sich Deutschland im EU-Durchschnitt bewegt, wird für die Tschechische Republik ein Rückgang von 0,5 % und für Rumänien ein Absinken von 1,1 % pro Jahr vorhergesagt (vgl. wiw, „EU faces a tough demographic reckoning“, Juni 2019). Es bleibt abzuwarten, inwieweit Automation, Digitalisierung und Re-/Near-Shoring, worunter eine (Rück-) Verlagerung von Aktivitäten an nahegelegene Standorte im Ausland verstanden wird, die rückläufige Bevölkerungsentwicklung kompensieren können. Auch der jetzige Flüchtlingszustrom aus der Ukraine könnte, abhängig vom Ausgang des Konflikts, für gewisse Abhilfe sorgen.

b) Deutschland: Investmentmarkt für Unternehmensimmobilien

268. Der für die Geschäftsentwicklung der Deutsche Industrie Grundbesitz relevante Markt ist der Investmentmarkt für Unternehmensimmobilien in Deutschland, bei dem es sich um ein noch relativ junges Marktsegment handelt. Im deutschen Immobilienmarkt wird es erst seit 2014 als eigenständige Assetklasse geführt.
269. Unternehmens- bzw. Industrieimmobilien grenzen sich aufgrund ihrer Größe, Lage- und Strukturparameter sowie durch die Mieter- bzw. Nutzerzusammensetzung von Logistikkimmobilien ab (vgl. Zentraler Immobilien Ausschuss e.V., „Zahlen, Daten, Fakten: Unternehmensimmobilien“). Die international unter dem Begriff „Light Industrial“ bekannten Unternehmensimmobilien repräsentieren einen Objekttyp, der aufgrund seiner hohen Nutzungsmischung mehr Diversifikationsmöglichkeiten bietet als andere Assetklassen innerhalb des Immobilienmarkts. Die gewöhnlich gemischt genutzten Gewerbeobjekte sind zumeist von einer mittelständischen Mieterstruktur geprägt. Insgesamt hat sich diese heterogene Assetklasse als krisenbeständig und wertstabil erwiesen, was sie für Investoren zunehmend attraktiver macht.
270. Nach einem kurzfristigen Dämpfer durch die COVID-19-Pandemie hat sich dieser Markt bereits Anfang 2021 mit der Konjunkturerholung und aufgrund von Nachholeffekten wieder kräftig belebt. Laut dem halbjährlich herausgebrachten Marktbericht des auf die Immobilienbranche spezialisierten Analyseunternehmens bulwiengesa wurde im ersten Halbjahr 2021 beim Investitionsvolumen sogar eine Rekordsumme von 2,9 Mrd. € verzeichnet.

Dem von der Initiative Unternehmensimmobilien, einem Zusammenschluss führender Projektentwickler, Investoren und Corporates, zu der auch die DIG gehört, gesponserten Bericht zufolge entsprach das einem Anstieg von 87,0 % gegenüber dem zweiten Halbjahr 2020, das damit fast an das Gesamtjahresniveau vor Ausbruch der Pandemie heranreichte. Mit der kräftigen Belebung war eine Rückkehr ausländischer Akteure verbunden, auf die mit 36,0 % wieder gut ein Drittel der Transaktionen entfiel.

271. Bei Unternehmensimmobilien werden vier Objektkategorien unterschieden: Transformationsimmobilien, Gewerbeparks, Lagerimmobilien und Produktionsimmobilien. Allen gemeinsam ist, dass sie sich durch Drittverwendungsfähigkeit, Nutzungsreversibilität und Eignung für Mehr-Parteien-Strukturen auszeichnen. Einen Überblick über ihre jeweiligen Eigenschaften bietet die nachfolgende Tabelle.

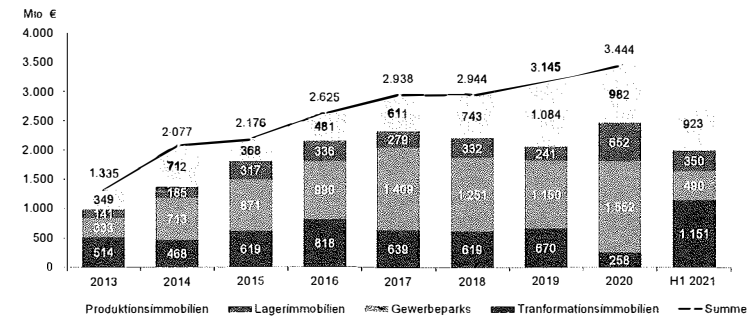
Objekttyp	Eigenschaften
Transformations- immobilien	• Ungenutzte und revitalisierte Gewerbeliegenschaften • Meist ehemalige Produktionsanlagen oder Industrieareale mit Nachverdichtungspotenzial • Häufig aufgrund industriekulturellen und historischen Images mit besonderem Charme versehen (Red-Brick-Charakter) • Oftmals Mix aus revitalisierten historischen Gebäuden und Neubauten, bieten i.d.R. alle Flächentypen an
Gewerbeparks	• Meist für die Vermietung an Unternehmen gezielt geplant und gebaut • Bestehend aus mehreren Einzelgebäuden als Ensemble • Management und Infrastruktur sind einheitlich organisiert • Verfügen über alle Flächentypen (Büroanteil i.d.R. zwischen 20,0 % und 30,0 %) • Meist in Stadtrandlage mit guter Erreichbarkeit
Lager- immobilien	• Schwerpunktmäßig Bestandsobjekte mit vorwiegend einfachen Lagermöglichkeiten und stellenweise Serviceflächen • Größe von maximal 10.000 m² (Abgrenzung zu modernen Logistikhallen) • Unterschiedliche Ausbau- und Qualitätsstandards • Verfügen meist über eine geringere Hallenhöhe als Logistikimmobilien • I.d.R. reversibel und für höherwertige Nutzungen geeignet (etwa durch Nachrüstung von Rampen und Toren)
Produktions- immobilien	• Schwerpunktmäßig einzelne Hallenobjekte mit moderatem Büroanteil • Geeignet für vielfältige Arten der Fertigung • Hallenflächen sind prinzipiell auch für andere Zwecke wie Lagerung (einfache Logistik aufgrund geringerer Anzahl von Andocktoren), Forschung und Services sowie für Groß- und Einzelhandel einsetzbar • Drittverwendungsmöglichkeit in erster Linie standortabhängig

Quelle: Rat der Immobilienweisen, Zentraler Immobilien Ausschuss e.V., Frühjahrsgutachten Immobilienwirtschaft 2022

Tabelle 11: Kategorien von Unternehmensimmobilien und deren Charakteristika

272. Die nachfolgende Abbildung veranschaulicht die dynamische Entwicklung des Investmentvolumens in Unternehmensimmobilien differenziert nach Objektarten. Der im ersten Halbjahr 2021 hohe Anteil der Transformationsimmobilien, bei denen es sich gewöhnlich um ehemalige Ein-Parteien Objekte mit einheitlicher Nutzung handelt, die in Mehr-Parteien-Objekte mit Nutzungsmischung umgewandelt werden, ist von einer großen Transaktion geprägt und insofern untypisch, da es in diesem Bereich wenig Angebote am Markt gibt. Am häufigsten werden normalerweise Gewerbeparks gehandelt, deren rückläufiges Transaktionsvolumens im ersten Halbjahr 2021 daher auch nicht auf die Nachfrage, sondern auf ein fehlendes Produktangebot zurückgeführt wird.

Investmentvolumen in Deutschland nach Objektarten



Quelle: Initiative Unternehmensimmobilien, Marktbericht 1. Halbjahr 2021

Abbildung 19: Investmentvolumen nach Objektarten, 2013 bis H1 2021

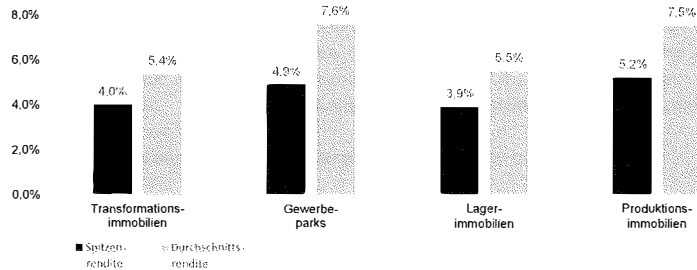
273. Auf der Anbieterseite des Investmentmarkts für Unternehmensimmobilien spielen Eigennutzer, die Immobilien im Rahmen von Sale-and-lease-back Transaktionen veräußern, um gebundenes Kapital freizusetzen, eine zunehmend wichtigere Rolle. Sie haben sich inzwischen als eigenständige Verkäufergruppe neben den traditionellen Marktteilnehmern etabliert. Im ersten Halbjahr 2021 rangierten sie mit einem Transaktionsvolumen von rd. 466,0 Mio. € an dritter Stelle hinter Projektentwicklern/Bauträgern (rd. 1.059 Mio. €) und Immobilienunternehmen/Wohnungsgesellschaften (484,7 Mio. €). Auf der Käuferseite standen die Spezialfonds an erster Stelle, gefolgt von Projektentwicklern/Bauträgern sowie Asset bzw. Fonds Manager.

274. Die seit Jahren rückläufige Tendenz bei den Bruttoanfangsrenditen hat sich im ersten Halbjahr 2021 fortgesetzt. Seit 2013 sind die Durchschnittsrenditen um rd. 40,0 % gesunken, nur bei den Produktionsimmobilien fiel die Renditekompression deutlich geringer aus. Die höchsten Durchschnittsrenditen lassen sich seit einigen Jahren mit Gewerbeparks und Produktionsimmobilien erzielen. Mit zuletzt 7,6 % bzw. 7,5 % lagen sie rd. 200 Basispunkte über den durchschnittlichen Bruttoanfangsrenditen von Lager- und Transformationsimmobilien.

275. Den stärksten Rückgang bei den Durchschnittsrenditen erfuhren seit Beginn der Markterhebungen im Jahr 2013 Lagerimmobilien, deren Bruttoanfangsrendite zuletzt bei 5,5 % lag, während sie 2013 im Schnitt noch fast 10,0 % betrug. Bei den Spitzenrenditen reicht das

Spektrum von 5,2 % bei Produktionsimmobilien, über 4,9 % bei Gewerbeparks und 4,0 % bei Transformationsimmobilien bis zu 3,9 % bei Lagerimmobilien.

Durchschnitts- und Spitzenrendite nach Objektart



Quelle: Initiative Unternehmensimmobilien, Marktbericht 1. Halbjahr 2021

Abbildung 20: Bruttoanfangsrenditen nach Objektkategorie, 1. Halbjahr 2021

276. Trotz des starken Rückgangs lassen sich mit Lagerimmobilien höhere Renditen als mit großflächigen Logistikimmobilien erzielen, da kleinflächigere und standardisiertere Objekte ein höheres Risiko der Wiedervermietbarkeit aufweisen. Am flachsten verlief der Renditerückgang in den vergangenen Jahren bei den Produktionsimmobilien, wobei die Experten von bulwiengesa allerdings auf eine große Spreizung der Renditen verweisen.
277. Der Mietzins spiegelt die Renditeentwicklung mit umgekehrtem Vorzeichen wider. Selbst im Coronajahr 2020 zogen die Durchschnittsmieten für Unternehmensimmobilien um weitere 6,6 % an (vgl. IW-Gutachten, „Aktualisierte Ergebnisse des IWIP-Index 2020“, 21. April 2021). Im ersten Halbjahr 2021 flachte die Entwicklung zwar deutlich ab und stagnierte sogar an einigen Standorten. Mit dem Konjunkturanstieg im Sommer haben die Spitzenmieten für Logistik- und Industrieflächen laut der Immobilienexperten von Greif & Contzen aber bspw. in allen sieben Top-Regionen wieder zugelegt (vgl. Greif & Contzen, „TOP-/Industrie- und Logistikmärkte 2021: Trend steigender Mieten und Kaufpreise dürfte auch die Marktentwicklung in 2022 prägen“, 13. Dezember 2021).
278. Die nachfolgende Tabelle bietet eine Übersicht über das Mietpreisniveau in den verschiedenen Einzelsegmenten auf Basis von Immobilien der in der Initiative Unternehmensimmobilien zusammengeschlossenen Unternehmen. Die höchste Durchschnittsmiete lässt sich demnach mit Büro-/Sozialflächen erzielen. Sie liegt deutschlandweit bei 10,10 € pro m², wobei die

Spanne von 5,80 € bis 16,20 € pro m² reicht. Am anderen Ende des Preisspektrum bewegen sich Lagerflächen mit 500 m² bis 9.999 m², für die im Schnitt 5,20 € pro m² bezahlt wurden. Den höchsten Anstieg verzeichneten seit 2013 Produktionsflächen, deren Mietzins sich im Schnitt verdoppelt hat.

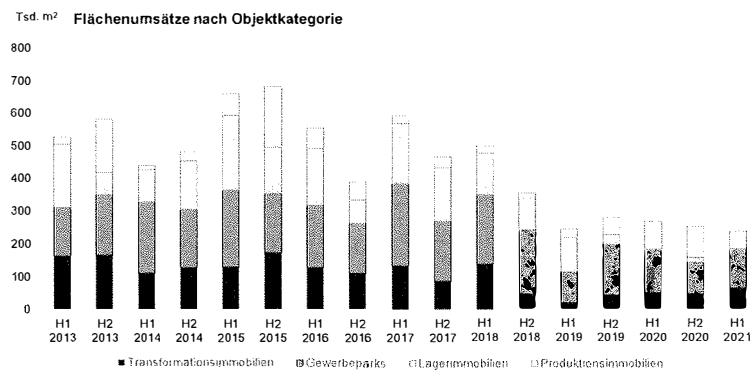
€/m ²	Büro- / Sozialfläche	Flex Space	Produktionsfläche	Lagerflächen 0-99 m ²	Lagerflächen 100-499 m ²	Lagerflächen 500-9.999 m ²
Maximale Miete	16,20	18,10	11,50	16,80	10,40	7,70
Spitzenmiete	14,60	15,90	9,20	13,70	7,70	7,20
Durchschnittsmiete	10,10	8,20	6,40	8,80	5,70	5,20
Mindestmiete	5,80	5,10	4,60	4,15	3,10	3,40

Quelle: Initiative Unternehmensimmobilien, Marktbericht 1. Halbjahr 2021

Tabelle 12: Mieten nach Flächentyp, 1. Halbjahr 2021

279. Ein differenzierteres Bild über die Mietpreisentwicklung im Jahr 2020 vermittelt der von IndustrialPort, einem Datenanbieter für Hallenflächen und deren Standorte im deutschen Logistikimmobilienmarkt, in Zusammenarbeit mit dem Institut der deutschen Wirtschaft (IW) erstellte IWIP-Index, der neben dem Mietzins auch Qualitätseigenschaften wie Lage und Gebäudezustand berücksichtigt. Demnach waren 2020 die qualitätsbereinigten Mieten für Industrieimmobilien mit den Teilmärkten Lager, Logistik und Produktion im Bundes- und Jahresdurchschnitt infolge der COVID-19-Pandemie sogar um 2,2 % gesunken, nachdem sie allerdings vor allem in den Jahren 2017 und 2018 massiv angezogen hatten.
280. Da der IWIP-Index nicht nur die Preisentwicklung, sondern auch Qualitäts- und Lageeffekte der Mietobjekte berücksichtigt, müssen Letztere 2020 folglich einen positiven Beitrag von 8,8 % geleistet und damit den Anstieg der Durchschnittsmieten von 6,6 % überkompensiert haben. Laut IW ließ sich 2020 ein zunehmendes Angebot an Lager- und Produktionshallen an attraktiven Standorten mit besseren Ausstattungseigenschaften beobachten, nicht aber im Segment Logistik (vgl. IW, IWIP-Index 2020).
281. Angeführt wurde der Mietrückgang 2020 dem IWIP-Index zufolge von den Produktionshallen, deren qualitätsbereinigte Mieten im Schnitt um 12,9 % sanken. Dem vorausgegangen waren allerdings in den Jahren 2017 bis 2019 jährliche Steigerungen von 14,0 % bis 15,0 %, was über den Zeitraum 2012 bis 2020 zu einem Plus im IWIP-Index von 46,0 % beitrug. Damit führte dieses Segment die langfristige Preisentwicklung deutlich an, gefolgt von den Segmenten Lager (+28,2 %) und Logistik (+21,6 %). Dafür entwickelten sich Logistikhallen 2020 gegen den Trend, wobei der qualitätsbereinigte Mietpreisanstieg von 5,4 % zudem deutlich stärker ausfiel als in den Vorjahren.

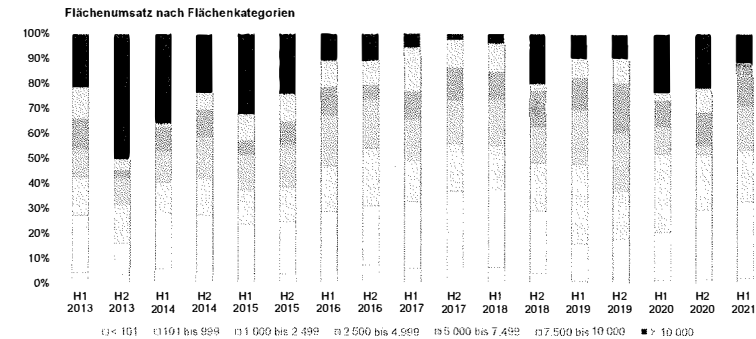
282. Nahezu spiegelbildlich zu den Mietpreisen haben sich die Flächenumsätze der an der Studie der Initiative Unternehmensimmobilien teilnehmenden Partnerunternehmen entwickelt, die sich von ihrer Spitze in 2015 mehr als halbiert haben, wie sich an der nachfolgenden Abbildung erkennen lässt.
283. Der Flächenumsatz bezeichnet die Summe aller Flächen, die innerhalb des Betrachtungszeitraums neuvermietet, an Eigennutzer verkauft oder von Eigennutzern für sich selbst errichtet werden. Die folgende Darstellung zeigt, dass Gewerbeparks seit Jahren das höchste Umsatzvolumen verzeichnen. Ihre Attraktivität beruht auf einem breiten Spektrum an Flächentypen und -ausgestaltungen, die eine hohe Branchendiversität in der Mieterstruktur ermöglicht. Diese Variabilität erleichtert es Vermietern, Nachfrageschwankungen einzelner Nutzergruppen zu kompensieren bzw. abzufedern. Auffällig sind zudem die in jüngerer Zeit äußerst geringen Flächenumsätze bei Lagerimmobilien.



Quelle: Initiative Unternehmensimmobilien, Marktbericht 1. Halbjahr 2021

Abbildung 21: Flächenumsätze nach Objektkategorie, H1 2013 bis H1 2021

284. Insgesamt deuten die gesunkenen Flächenumsätze bei Unternehmensimmobilien auf einen Nachfrageüberhang. Es bleibt abzuwarten, inwieweit dieser durch neue Fertigstellungen reduziert werden kann. Den höchsten Anteil am Bauvolumen hatten zuletzt die Produktionsimmobilien, auf die mehr als die Hälfte aller Fertigstellungen und Pipeline-Flächen entfielen. Die Experten von bulwiengesa gehen davon aus, dass die neu geschaffenen Flächen vorerst nicht ausreichen werden, um der Nachfrage gerecht zu werden (vgl. Initiative Unternehmensimmobilien, Marktbericht 1. Halbjahr 2021).

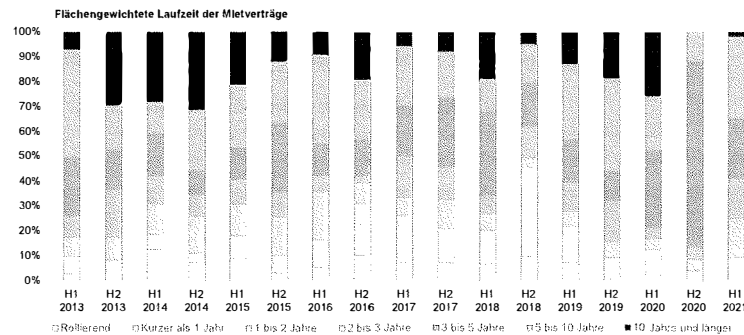


Quelle: Initiative Unternehmensimmobilien, Marktbericht 1. Halbjahr 2021

Abbildung 22: Flächenumsatz nach Flächenkategorien (in m²), H1 2013 bis H1 2021

285. Besonders gefragt waren zuletzt vor allem kleine Flächen im Bereich von 101 m² bis 999 m², die im ersten Halbjahr 2021 mit 30,7 % fast ein Drittel des Flächenumsatzes ausmachten. Die Größenklasse mit dem zweitstärksten Flächenumsatz ist die Kategorie 1.000 m² bis 2.499 m², deren Umsatzanteil sich seit geraumer Zeit in einer Bandbreite von 20,0 % bis 30,0 % bewegt. Am stabilsten erscheinen über den Betrachtungszeitraum seit 2013 die Umsatzanteile der Flächenkategorien von 101 m² bis 4.999 m².

286. Bei den Anteilen der unterschiedlichen Laufzeiten der Mietverträge zeigen sich im Zeitablauf mitunter erhebliche Schwankungen, wie aus der nachfolgenden Abbildung hervorgeht. Der größte Anteil der Vertragsabschlüsse entfiel im Betrachtungszeitraum seit 2013 regelmäßig auf die längeren Laufzeiten (> drei Jahre), lediglich das zweite Halbjahr 2018 bildete hier eine Ausnahme. Mietverträge mit einer Laufzeit von zehn Jahren und länger markierten zuletzt eher eine Seltenheit.



Quelle: Initiative Unternehmensimmobilien, Marktbericht 1. Halbjahr 2021

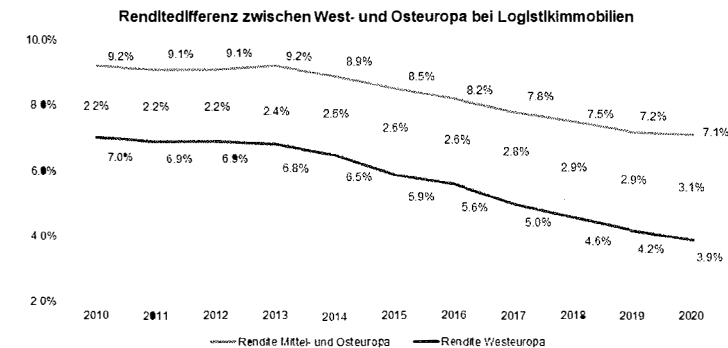
Abbildung 23: Flächengewichtete Laufzeiten der Mietverträge, 2013 bis H1 2021

287. Aus den bislang dargestellten Entwicklungen auf Ebene der Objekt- oder Flächenkategorien lassen sich keine unmittelbaren Rückschlüsse auf die weiteren Perspektiven des Markts für Unternehmensimmobilien oder seiner Teilsegmente ableiten. Dafür sind eher makroökonomische Faktoren wie die Wirtschaftsentwicklung, das Zinsumfeld oder die Anlagealternativen entscheidend, auf die an anderer Stelle in diesem Gutachten eingegangen wird. Es gibt allerdings durchaus geografische und sektorspezifische Aspekte, die nach Einschätzung von Branchenvertretern die Perspektiven für Unternehmensimmobilien in 2022 und darüber hinaus stützen, wobei diesbezügliche Prognosen noch aus der Zeit vor dem Kriegsausbruch in der Ukraine datieren.
288. Als ein Grund für eine anhaltend hohe Nachfrage nach Unternehmensimmobilien wird der Mangel an Gewerbebauland angeführt, der das Angebot an Neubauten limitiert. Zudem sei während der COVID-19-Pandemie das Investoreninteresse an der Assetklasse deutlich gestiegen, angeheizt durch den Boom im Online-Handel (vgl. German Property Partners, GPP Market survey Industrial/Logistics, Q 1-4 2021).

289. Seit Ausbruch der COVID-19-Pandemie deutet sich zudem ein neuer Trend an, das Quick-Commerce (Q-Commerce), also Schnelllieferdienste vor allem für Lebensmittel- und Drogerieartikel. Hierfür stehen auf der Immobilienseite sog. Micro-Hubs mit einer Fläche von 180 m² bis 1.000 m² im Fokus, die sich aus Sicht von LIP Invest, ein auf Logistikimmobilien fokussiertes Investmenthaus, zu einer neuen Assetklasse entwickeln könnten (vgl. LIP Invest, LIP Up to Date, Q3 2021). Dies nicht zuletzt deshalb, weil auch in anderen Bereichen die Kundenerwartungen vom „Next day delivery“ zum „Same day delivery“ steigen und kürzere Lieferzeiten und kleinteiligere Sendungsgrößen mehr Dezentralität implizieren.
290. Der Rat der Immobilienweisen weist in seinem Frühjahrsgutachten 2022 zudem darauf hin, dass sich Unternehmensimmobilien im Bestand zumeist in zentralen, urbanen Lagen befinden und gut erschlossen sind, was ein starker Faktor für deren Bewertung und ihre weitere Entwicklung sei (vgl. Frühjahrsgutachten der Immobilienwirtschaft 2022, Zentraler Immobilien Ausschuss e.V., ZIA).
291. Der ZIA führt noch eine Reihe weiterer Faktoren an, von denen Unternehmensimmobilien profitieren sollten. Dazu zählen höhere Standortanforderungen im Bereich Urban Production, da Mieter aus dem verarbeitenden Gewerbe anders als Dienstleistungsunternehmen ihre Aktivitäten nicht ins Homeoffice auslagern könnten. Ferner hätten Industrieunternehmen das Aktivierungspotenzial ihrer Areale erkannt, wodurch in den kommenden Jahren zahlreiche Transformationsobjekte entstehen könnten. Wachstumspotenzial sieht der Verband ferner bei Sale-and-lease-back Transaktionen (vgl. ZIA, „Zahlen, Daten, Fakten: Unternehmensimmobilien“).
292. Nach Einschätzung der Immobilienexperten von Greif & Contzen dürfte auch das Interesse an entwicklungsfähigen Bestandsimmobilien anhalten oder noch weiter steigen, wovon Standorte in Randgebieten oder sogar außerhalb etablierter Logistikregionen profitieren könnten. Im Fokus der Investoren stünden vor allen drittverwendungsfähige Logistikimmobilien in Kombination mit exponierten Standorten und bonitätsstarken Mietern. Das Mietsteigerungspotenzial, der Produktmangel und der kapitalmarktbedingte Anlagedruck könnten 2022 aus Sicht von Greif & Contzen 2022 zu einem weiteren Absinken der Logistik-Spitzenrenditen führen (vgl. Greif & Contzen, „TOP-7-Industrie- und Logistikmärkte 2021: Trend steigender Mieten und Kaufpreise dürfte auch die Marktentwicklung in 2022 prägen“, 13. Dezember 2021).

c) Mittel und Osteuropa: Markt für Logistik- und Industrieimmobilien

293. Investitionen in europäische Logistik- und Industrieimmobilien verzeichneten 2021 ihr bislang höchstes Niveau, und das mit deutlichem Abstand zu früheren Spitzenwerten. Das Volumen von 65,0 Mrd. € markierte nicht nur einen Anstieg von 56,0 % gegenüber 2020, sondern übertraf das Fünfjahresmittel von 2016 bis 2020 sogar um 85,0 % (vgl. JLL, „European Logistics Market Update“, Februar 2022). Rekordhohe Transaktionsvolumina registrierten vor allem westeuropäische Märkte.
294. Bei Logistik- und Industrieimmobilien war die Spitzenrendite im europaweiten Durchschnitt (ohne Moskau) im Schlussquartal 2021 den 36. Monat in Folge rückläufig und erreichte 3,50 % (vgl. JLL, ebenda). Die Renditen haben zwar auf breiter Front nachgegeben, es besteht aber weiterhin eine erhebliche Renditedifferenz zwischen ausgewählten Ländern Mittel- und Osteuropas auf der einen und Westeuropas auf der anderen Seite, wie die nachfolgende Abbildung zeigt. Demnach hat sich die Renditedifferenz zwischen 2010 und 2020 sogar von 2,2 % auf 3,1 % ausgeweitet.



Quelle: CTP Wertpapierprospekt

Abbildung 24: Renditedifferenz ausgewählter Märkte West- sowie Mittel- und Osteuropas bei Logistkimmobilien (2010-2020)

295. 2021 fiel die Renditekompression in den mittel- und osteuropäischen Märkten laut CTP dagegen um rd. 400 Basispunkte kräftiger aus als in den westeuropäischen Ländern. Ob es sich bei dem markanten Rückgang um eine Trendumkehr handelt, bleibt vor dem Hintergrund des Ukrainekriegs abzuwarten. Bislang bestand das Hauptproblem für Investoren in einem zu geringen Angebot in vielen Ländern Mittel und Osteuropas, da sich erhebliche Teile des Markts

für Industrieimmobilien in den Händen strategischer Akteure befinden, nicht zuletzt der CTP, der bspw. in der Tschechischen Republik rd. 30,0 % aller Industrieimmobilien gehören.

296. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Spitzenrenditen von Büro-, Einzelhandels- und Industrieimmobilien in ausgewählten mittel- und osteuropäischen Hauptstädten sowie für den Durchschnitt der Top 5 -Städte in Deutschland. Aus ihr geht hervor, dass der Renditeabstand deutscher Großstädte zu den Renditen Prager Industrieimmobilien auf inzwischen 75 Basispunkte geschrumpft ist, während er gegenüber den anderen Hauptstädten in den Kernmärkten der CTP eine Bandbreite von 2,25 % bis 2,75 % aufweist. Ferner lässt sich konstatieren, dass die Spitzenrenditen von Industrieimmobilien teilweise bereits das Niveau von Büroimmobilien erreicht haben.

Spitzenrenditen	Büroflächen	Shopping-Center	Industrieflächen
Bratislava	5,25 %	6,00 %	5,25 %
Budapest	6,00 %	6,00 %	5,75 %
Bukarest	5,25 %	6,00 %	5,25 %
Prag	4,00 %	5,50 %	3,75 %
Deutschland*	2,64 %	4,96 %	3,00 %

* Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, München

Quelle: Marketbeat Romania, Investment H2 2021, und Marketbeats Deutschland (Office, Retail, Industrial), Q4 2021, Cushman & Wakefield

Tabelle 13: Spitzenrenditen verschiedener Assetklassen in ausgewählten Städten

297. Die Märkte für Logistik- und Industrieimmobilien in Mittel- und Osteuropa zeichnen sich durch ihre vorteilhafte geografische Lage und eine gute Verkehrsinfrastruktur samt Einbindung in die europäischen Verkehrskorridore aus, die sie zu einem attraktiven Hub für Lieferungen nach ganz Europa gemacht haben. Hinzu kommen niedrigere Lohnkosten, gut ausgebildete Arbeitskräfte und besseres Flächenangebot. Die industriellen Wurzeln dieser Länder zogen vor allem Automobilhersteller und andere Fertigungsindustrien an, die damit zum Wachstumstreiber für die Logistik- und Industrieimmobilienmärkte dieser Länder wurden.
298. Durch neue globalisierte Lieferketten und in jüngerer Zeit den Boom des Onlinehandels ist die Nachfrage nach Lager-, Umschlags- und Distributionszentren in den vergangenen Jahren zusätzlich angeschoben worden. Mit der COVID-19-Pandemie hat sich zudem ein neuer Trend angekündigt, der Quick-Commerce (Q-Commerce), also Schnelllieferdienste vor allem für Lebensmittel- und Drogerieartikel. Hierfür stehen sog. Mico-Hubs mit einer Fläche von 180 m² bis 1.000 m² im Fokus, die sich aus Sicht von LIP zu einer neuen Asset-Klasse entwickeln könnten (vgl. LIP Invest, LIP Up to Date, Q3 2021). Auch in anderen Bereichen steigen die

- Kundenerwartungen vom „Next day delivery“ zum „Same day delivery“, wobei kürzere Lieferzeiten und kleinteiligere Sendungsgrößen mehr Dezentralität erfordern.
299. Für Investoren haben sich Logistik- und Industrieimmobilien aufgrund ihrer in der Vergangenheit vergleichsweise attraktiven Renditen, stabiler Cashflows und eines niedrigen Leerstandslevels zu einer interessanten Assetklasse entwickelt (vgl. HypZert Fachgruppe Logistik, Bewertung von Logistikimmobilien, 2018). Damit verbunden war ein Anstieg der Investorennachfrage, eine zwischenzeitlich entstandene Flächenknappheit und in vielen Regionen steigende Mieten, weshalb es in den vergangenen Jahren zu einer kontinuierlichen Renditekompression in den mittel- und osteuropäischen Ländern gekommen ist. Bislang gingen Marktbeobachter von einer Fortsetzung dieses Trends aus, bis der überraschende Ukrainekrieg ein neues Faktum geschaffen hat.
300. Inwieweit sich die positive Entwicklung in den mittel- und osteuropäischen Ländern, in denen die CTP ihren Geschäftsschwerpunkt hat, 2022 und darüber hinaus fortsetzen kann, ist derzeit kaum abschätzbar. Zweifellos sind sie von den Folgen des Ukrainekriegs allein schon durch den Zustrom der Flüchtlinge unmittelbar betroffen. Das gesamte Ausmaß des Konflikts auf diese Länder wird nicht zuletzt von seiner Dauer und dem Ausgang abhängen.
301. Abzuwarten bleibt vor allem, ob die Region aufgrund ihrer geografischen Nähe zu Russland an Attraktivität einbüßt, da Russland mit der Aggression auch für diese Länder zu einem gewissen Unsicherheitsfaktor geworden ist. Im Unterschied zur Ukraine sind sie allerdings alle Mitglieder des Nato-Verteidigungsbündnisses. Realistisch erscheint die Einschätzung des Immobilienberatungsunternehmens Savills, dass sich das Investoreninteresse vor dem Hintergrund der konfliktbedingt extrem gestiegenen Energie- und Rohstoffpreise auf Länder konzentrieren wird, die mit indexgebundenen Assets einen Inflationsschutz bieten (vgl. Savills, „Spotlight: European Investment – preliminary Q1 figures“, 21. März 2022).
302. An den Beweggründen, als Reaktion auf die schon vor Kriegsausbruch bei einigen Vorprodukten bestehenden Versorgungsengpässe Produktion, Montage und Beschaffung wieder näher an die Endverbrauchermärkte zu holen und Lieferketten zu verkürzen (near-shoring, near-sourcing und re-shoring von Teilen der Produktion und Verteilungsfunktionen), dürfte sich durch den Krieg nichts geändert haben. Unternehmen könnten vielmehr bestrebt sein, auch ihre Lagerkapazitäten auszudehnen, um mit einer höheren Lagerhaltung ein Sicherheitspuffer zu haben und das Risiko von Lieferengpässen zu reduzieren (vgl. Garbe, „Deutschland und Europa im Logistikkraus – eine Retrospektive nach zwei Jahren Pandemie“, 14. April 2022). Nur die Ukraine selbst dürfte als Standort vermutlich auf absehbare Zeit ausscheiden, wovon potenziell ihre Nachbarländer profitieren könnten.

303. Der mit Abstand größte und wichtigste Markt im vorhandenen Portfolio der CTP ist die **Tschechische Republik**, die Ende 2021 über einen Bestand an Industrieimmobilien von 9,8 Mio. m² verfügte. 2021 wuchs der Bestand um knapp 0,5 Mio. m², was einen Rückgang von rd. 30,0 % gegenüber dem Vorjahr bedeutete. 97,0 % der neuen Flächen sind bereits vermietet. Etwa die Hälfte aller Objekte befinden sich in nur zwei Regionen, Mittelböhmen und Pilsen. Die Leerstandsquote sank auf ein historisches Tief von 1,63 %, nachdem sie 2020 noch mehr als 5,0 % betrug. In Prag bspw. gibt es keine sofort bezugsreifen Mietangebote (vgl. 108 Agency, „Industrial property market“, Report Q4/2021).
304. Das Transaktionsvolumen auf dem Immobilien-Investmentmarkt belief sich im vergangenen Jahr auf 1,79 Mrd. €. Davon entfielen rund 32,0 % auf Industrieimmobilien, was einem Volumen von ca. 570,0 Mio. € entsprach. Insgesamt markierte dies zwar ein Minus von rd. 33,0 % gegenüber dem Vorjahr, das allerdings von einer Großtransaktion (Erwerb der Residomo-Gruppe durch Heimstaden) geprägt war. Im Schlussquartal übertrafen die Verkäufe mit 628,0 Mio. € das Vorjahresniveau um ca. 8,0 %. Rund die Hälfte der Investitionen kamen 2021 von tschechischen Kapitalsammelstellen. Laut dem eigenen Angaben zufolge weltweit größten Immobiliendienstleistungs- und Investmentunternehmen CBRE werden tschechische Investmentfonds, deren Mittelzuflüsse in den kommenden Jahren weiter wachsen dürften, auch künftig eine starke Präferenz für ihren Heimatmarkt aufweisen (vgl. CBRE, Real Estate Market Outlook 2022, Czech Republic).
305. Gesucht waren 2021 vor allem Büro- und Industrieflächen. Bei Letzteren erreichten die Transaktionen im vierten Quartal 2021 ein Volumen von 286,0 Mio. €, dem höchsten Wert seit dem Schlussquartal 2018. Dies entsprach einem Anteil von 46,0 % am gesamten Transaktionsvolumen, womit Industrieimmobilien das zweite Quartal in Folge die Rangliste anführten. Insgesamt hat sich das Investitionsgeschehen signifikant von Büroimmobilien auf das Industriesegment verlagert. Andere Marktsegmente wie Einzelhandels-, Hotel- und Wohnungsimmobiliien standen weniger im Fokus (vgl. Savills, Czech Republic Investment Market – Q4 2021).
306. Die jährlichen Investitionsvolumina in tschechische Logistik- und Industrieimmobilien weisen starke Schwankungen auf, da größere Einzeltransaktionen erheblichen Einfluss auf das Gesamtvolumen haben können. Seit 2015 bewegten sie sich in einer Bandbreite von rd. 200,0 Mio. € bis 800,0 Mio. € (vgl. Savills, ebenda). Zudem wird das Investmentvolumen vornehmlich vom Angebot und nicht von der Nachfrage bestimmt. Als Bremsfaktor auf der Angebotsseite gilt der Umstand, dass Projektentwicklungen in der Tschechischen Republik lange dauern und kompliziert sind. Zudem ist die Fluktuation bei den Mietern gering, da es

sich zumeist um Langzeitmieter handelt (vgl. Colliers, Investment Market Overview, Q4 2021, Czech Republic).

307. Der Flächenumsatz belief sich 2021 auf rd. 1,5 Mio. m², was fast eine Verdoppelung gegenüber dem Vorjahr bedeutete. Flächen im Bau erreichten im vierten Quartal 2021 ein Rekordniveau von 1,11 Mio. m², ein Plus von 23,0 % gegenüber dem dritten Quartal und von 24,0 % gegenüber dem Vorjahr. Der Anteil spekulativer Bauvorhaben ist etwas zurückgegangen und lag zuletzt bei 24,0 % (vgl. CBRE, Czech Republic Industrial and Logistics Market Figures, Q4 2021).
308. Die Spitzenrendite für Industrieimmobilien hat aufgrund des fehlenden Angebots im Jahresverlauf um rd. 100 Basispunkte auf nunmehr 4,0 % nachgegeben und sich damit der Spitzenrendite von Büroimmobilien angeglichen. Die Spitzenmieten sind 2021 um 22,0 % gestiegen, womit die Tschechische Republik eine der höchsten Zuwachsraten in Europa aufwies.
309. Es bleibt abzuwarten, wie sich vor allem die höheren Energiekosten in Verbindung mit einer insgesamt deutlich gestiegenen Inflation (Dezember 2021: 6,6 %), anziehenden Zinsen und einem geringer werdenden Angebot an Arbeitskräften auf den Investmentmarkt auswirken werden. Vor Kriegsausbruch in der Ukraine veranschlagten Marktbeobachter das Transaktionsvolumen auf dem tschechischen Investmentmarkt für 2022 auf 2,0 Mrd. € bis 2,4 Mrd. €, wobei vor allem bei den Industrieimmobilien mit einer anhaltend hohen Dynamik gerechnet wurde (vgl. Colliers, ebenda).
310. In **Rumänien**, dem für die CTP zweitwichtigsten Markt, erhöhte sich der Bestand an Industrieimmobilien 2021 um 0,54 Mio. m² auf 5,6 Mio. m². Davon entfallen rd. 50,0 % auf den Großraum Bukarest, gefolgt vom Westen und Nordwesten des Landes mit einem Anteil von 22,0 %. Die Leerstandsquote betrug landesweit 3,9 %, in Bukarest lag sie mit 4,2 % etwas über dem Durchschnitt (vgl. CBRE, Real Estate Market Outlook 2022, Romania).
311. Das Flächenangebot an Industrieimmobilien hat sich seit 2016 in etwa verdoppelt, was einer CAGR von rd. 15,0 % entspricht. Für 2022 wird anhand der laufenden Bauprojekte mit einer weiteren Bestandszunahme um gut 0,5 Mio. m² gerechnet (vgl. CBRE; ebenda).
312. Das Transaktionsvolumen auf dem rumänischen Immobilienmarkt belief sich 2021 auf 920,1 Mio. € und knüpfte damit an das Niveau vor der COVID-19 Pandemie an. 54,0 % der Investitionen betrafen den Großraum Bukarest. Auf Industrieimmobilien entfiel ein Anteil von

30,0 %. Größte Anlegergruppe waren im vergangenen Jahr die Österreicher, gefolgt von Tschechen und Ungarn, die zusammen fast drei Viertel des Investitionsvolumens auf sich vereinten (vgl. CBRE, ebenda).

313. Die Spitzenrendite sank zwar um 100 Basispunkte auf 7,25 % (vgl. Cushman & Wakefield Echinox, Marketbeat Romania, Industrial Q4 2020 und 2021), lag damit aber immer noch deutlich über dem Niveau anderer Märkte wie der Tschechischen Republik, Polen oder Ungarn, was Potenzial für eine weitere Renditekompression birgt.
314. Die Nachfrage nach Logistik- und Industrieflächen erreichte 2021 mit einem Flächenumsatz von 0,8 Mio. m² ein Rekordniveau, das deutlich über dem mehrjährigen Durchschnitt (seit 2015) von knapp 0,5 Mio. m² lag. Zum Jahresende kam es zu einem regelrechten Nachfrageschub, mit der Folge, dass rund 44,0 % des ganzjährigen Flächenumsatzes auf das Schlussquartal entfielen (vgl. Cushman & Wakefield Echinox, ebenda).
315. Die Fertigstellungen erreichten 2021 ein Niveau von 530.000 m², 18,0 % weniger als im Vorjahr. Die hohe Nachfrage nach Logistik- und Industrieflächen dürfte angesichts niedriger Leerstandsquoten allerdings die Bereitschaft der Projektentwickler fördern, ihre Portfolios auszubauen. In der Pipeline befinden sich auf Sicht von zwölf Monaten etwa 600.000 m² an neuen Flächen, mehr als die Hälfte davon in Bukarest (vgl. Cushman & Wakefield Echinox, ebenda).
316. **Ungarn** gehört mit einem Bestand von rund 4,0 Mio. m² an Industrieimmobilien zu den kleineren Märkten Mittel- und Osteuropas. Der überwiegende Teil von ihnen befindet sich im Großraum Budapest, auf den sich daher auch die Marktberichte fokussieren. In Budapest dominieren die Logistikimmobilien, während sich die oftmals subventionierten Produktionsflächen über das gesamte Land verteilen.
317. Das Investitionsvolumen im gesamten Immobilienmarkt erhöhte sich 2021 um rd. 15,0 % auf 1,17 Mrd. €, wobei einige Vertragsunterzeichnungen in das neue Jahre verschoben wurden. Laut CBRE wurden im Januar bereits Transaktionen im Wert von rd. 150,0 Mio. € abgeschlossen, während für weitere ca. 600,0 Mio. € konkrete Angebote vorliegen. Für das Gesamtjahr wird vor diesem Hintergrund mit einem Transaktionsvolumen von rd. 1,5 Mrd. € gerechnet (vgl. CBRE, Real Estate Market Outlook 2022, Hungary).
318. Der Löwenanteil der Investitionen entfiel 2021 mit rd. 82,0 % auf Büroimmobilien. Bei Industrieimmobilien belebte sich das Geschehen zwar in der zweiten Jahreshälfte, das

Volumen für das Gesamtjahr blieb aber aufgrund einer allgemeinen Angebotsknappheit mit 103,0 Mio. € auf einem überschaubaren Niveau. Etwa 70,0 % des Anlagevolumens kam von inländischen Kapitalquellen.

319. Die Leerstandsquote betrug bei Industrieimmobilien zuletzt historisch niedrige 3,2 %. Vor diesem Hintergrund wies der Markt 2021 eine bislang nicht dagewesene Preisdynamik auf, mit der Folge, dass die Spitzenrendite um 125 Basispunkte auf 5,75 % nachgab, wobei CBRE kurzfristig von einem weiteren Absinken ausgeht (vgl. CBRE, ebenda).
320. Der jährliche Flächenumsatz im Großraum Budapest lag in den vergangenen Jahren im Schnitt bei ca. 150.000 m², bevor es 2021 zu einem sprunghaften Anstieg auf mehr als 300.000 m² kam. Das neu auf den Markt gekommene Angebot belief sich 2021 sogar auf fast 350.000 m², was einem Allzeithoch und in etwa einer Verdreifachung des durchschnittlichen Flächenzuwachses der vergangenen zehn Jahre entsprach. Ein hoher Anteil an Vorvermietungen (85,0 %) bei den neu hinzugekommen Flächen deutet laut CBRE auf einen für Mieter und Entwickler weiterhin attraktiven Markt. Für 2022 zeichnet sich laut CBRE ein Flächenzuwachs in mindestens gleicher Größenordnung ab (vgl. CBRE, ebenda).
321. Die **Slowakische Republik** verfügte Ende 2021 über Industrieimmobilien mit einer Gesamtfläche von 3,2 Mio. m², womit sie der kleinste der vier Kernmärkte der CTP ist. Im vergangenen Jahr kamen wie schon 2020 gut 200.000 m² an neuen Flächen hinzu. Das neue Angebot verteilt sich im Wesentlichen auf zwei Standorte, den Großraum Bratislava mit einem Anteil von knapp 50,0 % und den Westen des Landes (42,0 %). Derzeit sind rd. 400.000 m² an neuen Flächen in der Entstehung. Die Bauvorhaben verteilen sich zu etwa gleichen Teilen auf sog. Built-to-Suit- und spekulative Projekte (vgl. CBRE; Real Estate Market Outlook 2022, Slovakia).
322. Das Transaktionsvolumen in der Slowakischen Republik lag 2021 mit 765,0 Mio. € nicht nur um fast 50,0 % über dem pandemiegelerückten Vorjahresniveau, sondern auch 13,0 % über dem Volumen von 2019. Anders als in den zuvor betrachteten Märkten waren es hier die Einzelhandelsimmobilien, die nach einem scharfen Rückgang in 2020 mit einem Anteil von 44,0 % im Fokus der Investoren standen. Industrieimmobilien, die im Gegensatz zu Handelsimmobilien auch im Krisenjahr 2020 sehr gefragt waren, folgten mit einem Anteil von 36,0 %.
323. Der Flächenumsatz (einschl. Prolongationen) erreichte 2021 rd. 537.000 m², was einem Plus von knapp 9,5 % gegenüber 2020 entsprach. Der Anteil der Vertragsverlängerungen betrug

38,0 %. Angeführt wird die Nachfrage vom expandierenden E-Commerce-Sektor. Darüber hinaus besteht aber auch in bestehenden Lieferketten wie etwa in der Automobilindustrie zusätzlicher Flächenbedarf.

324. Die Leerstandsquote lag Ende 2021 bei 6,4 %, während die Spitzenrendite um 100 Basispunkte auf 5,25 % nachgab und damit das Niveau von Büroimmobilien erreichte. Bei den Mieten wird für 2022 aufgrund einer anziehenden Teuerungsrate und einer tendenziell rückläufigen Leerstandsquote mit einem Anstieg in einer Größenordnung von 5,0 % bis 7,0 % gerechnet (vgl. CBRE, ebenda).
 325. **Polen**, das eine wesentliche Rolle in den Expansionsplänen der CTP spielt, ist mit einem Bestand von 23,8 Mio. m² an Industrieimmobilien so groß wie die bisherigen vier Kernmärkte der CTP zusammen. Das Investitionsvolumen in diesem Marktsegment belief sich 2021 auf 2,94 Mrd. €, was einen Rekord markierte.
 326. Obwohl sich das Flächenangebot seit Ende 2016 mehr als verdoppelt hat, ist die Leerstandsquote 2021 auf 3,8 % und damit auf den niedrigsten Stand seit Beginn der Aufzeichnungen gesunken. Die Spitzenrendite, die 2019 noch bei 5,75 % stand, gab 2021 auf 4,35 % nach, womit sie unter die Rendite von Büroimmobilien fiel (vgl. CBRE, Real Estate Market Outlook 2022, Poland).
- d) Wettbewerb**
327. Im nachfolgenden Abschnitt wird die operative Geschäftsentwicklung der CTP und der DIG einer Reihe von Vergleichsunternehmen (Peer Group) gegenübergestellt.
 328. Das Vorgehen bei der Zusammensetzung der Peer Group wird im Abschnitt D.V.3 detailliert dargestellt.
 329. Untersucht haben wir insb. operative Kennzahlen wie die Entwicklung der Gesamtflächen nach Objektmerkmalen sowie die Standorte von Objekten, durchschnittliche Mietvertragslaufzeiten, Leerstände sowie Verschuldungsgrade.

330. Eine Zusammenfassung der wesentlichen Portfoliokennzahlen für die Peer Group liefert die nachfolgende Übersicht:

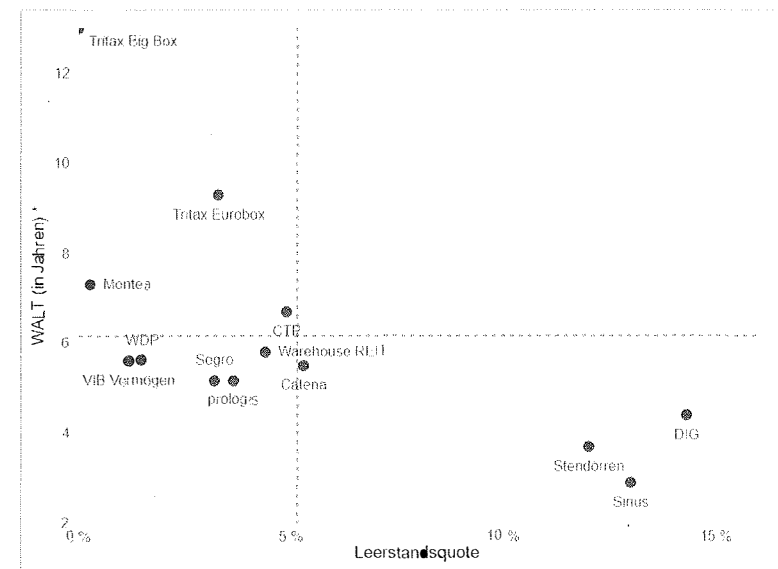
Unternehmen	Portfoliogröße	Flächen-Mix nach Objektarten	Flächen-Mix nach Regionen
Catena	2,1 Mio. m²	Fokus auf Logistikimmobilien, insb. „Distribution“ (41 %), „Logistics Warehouse“ (48 %) und „Terminals“ (11 %).	Regionale Ausrichtung auf Schweden Mehr als ein Drittel der Flächen in und um Stockholm gelegen.
Montea	1,5 Mio. m²	Fokus auf Logistikimmobilien	Regionale Ausrichtung auf Belgien (49 %) und die Niederlande (36 %). Anschließend Frankreich (13 %) und Deutschland (2 %).
Segro	9,6 Mio. m²	Fokus auf „Big Box Warehouses“ (große Verteilzentren außerhalb der Metropolen). Etwa 2/3 des Portfolios bilden Big Box Warehouses. Etwa 1/3 des Portfolios bilden Warenlager mit <35.000 m² die stadtnäher gelegen sind.	Größter Flächenanteil in Großbritannien (27 %). Deutschland, Frankreich, Italien und Polen. Des Weiteren in den Niederlanden (2 %) und Spanien (4 %). Im größten CTP Markt Tschechien ist Segro mit 2 % vertreten.
Sirius	1,5 Mio. m²	Fokus auf Flächen mit Büro (36 %), „Storage“ (32 %) und „Production“ (24 %) – Rest: Sonstige.	Geographischer Fokus auf Deutschland. Großteil der der Lagen befindet in den größten deutschen Metropolen oder in deren Speckgürtel.
Stendörren	0,8 Mio. m²	Fokus auf „Warehouse and logistics“ (48 %), Light industrial (21 %), Büro (10 %), Handel (10 %) und 2 % Sonstige.	Regionale Ausrichtung auf Skandinavien, mit Schwerpunkt auf Schweden. Rd. 1/3 der Flächen entfallen auf Stockholm.
Tritax Big Box	3,6 Mio. m²	Fokus auf Logistikimmobilien	Geografischer Fokus auf Großbritanniens.
Tritax Eurobox	1,2 Mio. m²	Fokus auf Logistikimmobilien	Geografischer Fokus auf europäische Flächen außerhalb Großbritanniens, insb. auf Deutschland (48 %), Italien (15 %) und Spanien (12 %). Der Rest verteilt sich auf weitere 4 Länder.
VIB Vermögen	1,3 Mio. m²	Fokus auf Logistik- und industriennahe Immobilien (71 %), Handelsimmobilien (24 %) und Sonstige	Geographischer Fokus auf Deutschland
Warehouse REIT	0,8 Mio. m²	Fokus auf „Urban Warehousing“	Geografischer Fokus auf Großbritannien
Warehouses de Pauw (WDP)	5,9 Mio. m²	Fokus auf „Warehouses“ (88 %), „Offices at Warehouses“ (5 %) und Sonstige (5 %)	Fokus auf Belgien (34 %) und die Niederlande (41 %), Rumänien (21 %); und Sonstige.

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 14: Wesentliche Portfoliokennzahlen der Peer Group

331. Die durchschnittliche Restmietdauer eines gewerblichen Immobilienportfolios („WALT“, „weighted average lease term“) ist ein Indikator für die Planbarkeit von Mieteinnahmen. Eine hohe WALT deutet einerseits auf eine verlässlichere Planbarkeit hin und kann jedoch in Märkten mit hoher Mietsteigerungsdynamik auf geringere Mieterhöhungspotenziale hindeuten, sofern diese Dynamik nicht adäquat im Mietvertrag berücksichtigt wird.

332. In der nachfolgenden Abbildung werden die WALT und Leerstandsquoten der CTP und der DIG den jeweiligen Werten der Vergleichsunternehmen gegenübergestellt.



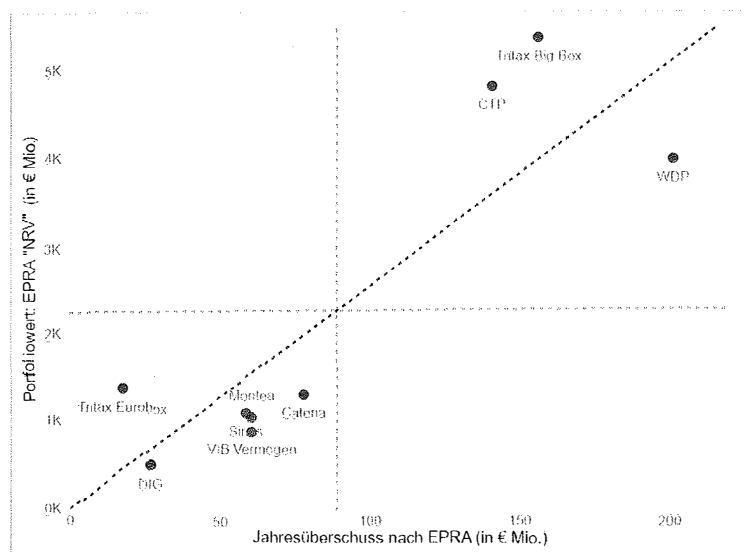
Quelle: CTP/DIG, Geschäftsberichte 2020/21 bzw. 2021; IVA ANALYTICS

Abbildung 25: Leerstandsquoten und Restlaufzeiten der Mietverträge – CTP und DIG vs. Peer Group

333. Die WALT liegt bei den Vergleichsunternehmen der CTP und DIG zumeist innerhalb einer Bandbreite von 4 bis 6 Jahren. Eine deutlich längere WALT verzeichnen lediglich die Tritax Big Box und die Tritax Eurobox, während Sirius und Stendörren mit vergleichsweise niedrigen WALT nach unterhalb der Bandbreite liegt. Im Falle der Sirius könnte dies darauf

zurückzuführen sein, dass das Unternehmen über einen vergleichsweise höheren Anteil an Büroflächen verfügt und die vermieteten Flächen im Durchschnitt kleiner sind.

334. Wird neben der WALT die Leerstandsquote in die Analyse mit einbezogen, wird verdeutlicht, dass die Portfolien von DIG, Sirius und Stendörren hinsichtlich der WALT und Leerstandsquoten eng beieinander liegen, während die CTP hinsichtlich der WALT und Leerstandsquoten insb. mit Segro, Catena und Warehouse REIT vergleichbar ist.
335. Nachfolgend werden die Vergleichsunternehmen der CTP und der DIG hinsichtlich des Jahresüberschusses und des Portfoliowerts mit den beiden Bewertungsobjekten verglichen.



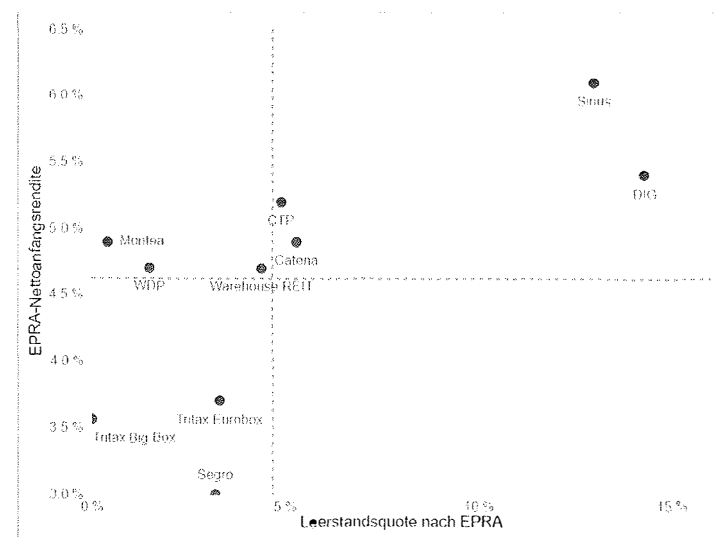
Quelle: CTP/DIG, Geschäftsberichte 2020/21 bzw. 2021; IVA ANALYTICS

Abbildung 26: Jahresüberschuss vs. Portfoliowert – CTP und DIG vs. Peer Group

336. Der Portfoliowert wird als „EPRA NRV“ ausgedrückt. Der EPRA NRV steht für den Net Reinstatement Value (NRV), der unter der Annahme ermittelt wird, dass die Immobilien zu keinem Zeitpunkt veräußert werden. Der EPRA NRV repräsentiert den Vermögenswert, der

erforderlich wäre, um das Unternehmen bzw. das Immobilienportfolio noch einmal aufzubauen. In diesem Konzept werden demnach neben dem Goodwill und anderen immateriellen Vermögenswerten ebenso wie die in größerem Umfang einfließenden Erwerbsnebenkosten (insb. die Grunderwerbsteuer) berücksichtigt.

337. Aus der Abbildung gehen zwei Cluster hervor¹¹: Im Quadranten oben rechts befinden sich die CTP, Tritax Big Box und die WDP und im Quadranten unten links die DIG, Tritax Eurobox, Montea, Sirius, ViB Vermögen und Catena
338. Der Vergleich der EPRA-Leerstandsquoten und der EPRA-Nettoanfangsrenditen der CTP und der DIG mit der Peer Group ergibt folgendes Bild:

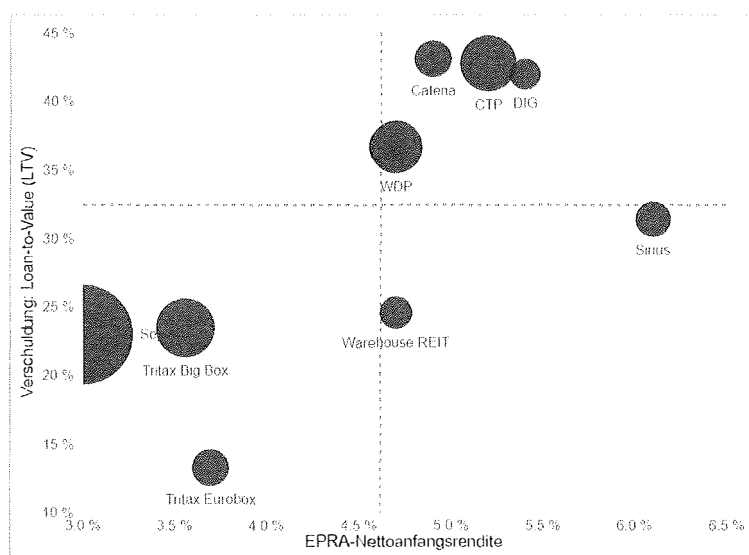


Quelle: CTP/DIG, Geschäftsberichte 2020/21 bzw. 2021; IVA ANALYTICS

Abbildung 27: Leerstandsquote versus Nettoanfangsrendite – CTP und DIG vs. Peer Group

¹¹ Segro als mit Abstand größtes Unternehmen nach Portfoliowert (17,8 Mrd. €) wurde aus Übersichtlichkeitsgründen in der Abbildung nicht berücksichtigt. Prologis und Stendörren nicht berücksichtigt, da keine vergleichbaren Informationen veröffentlicht und verfügbar.

339. Die EPRA-Nettoanfangsrendite zeigt das Verhältnis der annualisierten Mieterträge abzüglich nicht umlegbarer Objektkosten (annualisierte Nettomietertträge) zu den Bruttoverkehrswerten der Immobilien.
340. Die Unternehmen Sirius und DIG mit den höchsten Leerstandsquoten zeigen auch die höchsten Risikoprämien bei der Rendite. Dem Renditeniveau der DIG kommen jedoch auch die CTP, Catena, Warehouse REIT, WDP und Montea nahe, die jedoch geringere Leerstände aufweisen. Deutlich niedrige Renditeniveaus sind bei den drei britischen Unternehmen Segro, Trita Big Box und Tritax Eurobox beobachtbar.
341. Nachfolgend werden die Nettoanfangsrenditen und die Verschuldungsgrade („LTV“, „loan to value“) der CTP und der DIG den jeweiligen Werten der Vergleichsunternehmen gegenübergestellt:



Quelle: CTP/DIG, Geschäftsberichte 2020/21 bzw. 2021; IVA ANALYTICS

Abbildung 28: Verschuldung versus Nettoanfangsrendite – CTP und DIG vs. Peer Group

342. Besonders die britischen Unternehmen Tritax Eurobox, Tritax Big Box und Segro weisen vergleichsweise geringere Verschuldungsgrade bei geringeren Nettoanfangsrenditen auf. Die ebenfalls britische Warehouse REIT weist zwar einen geringen Verschuldungsgrad auf, erzielt jedoch eine höhere Nettoanfangsrendite.
343. Die Unternehmen mit einem kontinentaleuropäischen Sitz weisen im Schnitt ca. 20 Prozentpunkte höhere LTVs bei deutlich höheren Nettoanfangsrenditen auf (siehe Quadrant oben rechts). Der ebenfalls britische Sirius Konzern mit einem Portfolioschwerpunkt in Deutschland liegt beim Verschuldungsgrad zwischen diesen beiden Clustern.

II. Bewertungsstichtag

344. Als Bewertungsstichtag ist nach herrschender Meinung der Tag, an dem die Hauptversammlung der übertragenden Gesellschaft über den Verschmelzungsplan beschließen soll, zugrunde zu legen. Entsprechend hat ValueTrust als Bewertungsstichtag zutreffend auf den 9. Juni 2022 als den Tag, an dem die Aktionäre der DIG über den Verschmelzungsplan beschließen sollen, abgestellt.
345. Als technischer Bewertungsstichtag wurde von der Bewertungsgutachterin der 30. September 2021 gewählt, da dieser Zeitpunkt dem letzten Bilanzstichtag der DIG entspricht, für den ein Jahresabschluss mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk vorliegt. Für die CTP wurde als technischer Bewertungsstichtag der 31. Dezember 2021 gewählt, da dieser Zeitpunkt den letzten Bilanzstichtag der CTP darstellt, für den ein Jahresabschluss mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk vorliegt.
346. Die zum 30. September 2021 bzw. 31. Dezember 2021 ermittelten Werte wurden sodann mit den entsprechenden Kapitalisierungszinssätzen auf den maßgeblichen Bewertungsstichtag 9. Juni 2022 aufgezinst.
347. Wir halten diese Vorgehensweise für sachgerecht. Von der rechnerischen Richtigkeit haben wir uns überzeugt.

III. Bewertungsverfahren

348. Im Gutachten der ValueTrust ist die methodische Vorgehensweise in den Abschnitten 2, 4.6, 5.6 und 7 im Einzelnen beschrieben. Bewertungsverfahren und Vorgehen stellen sich demnach im Überblick wie folgt dar.
- Als Grundlage für die Ermittlung des Umtauschverhältnisses sowie der Barabfindung wurden die Ergebnisse der Unternehmensbewertungen der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger zugrunde gelegt. Der Gesetzgeber schreibt keine bestimmte Methode für die Bewertung von Unternehmen vor.
 - Die bei der Unternehmensbewertung von deutschen Wirtschaftsprüfern anzuwendenden Bewertungsgrundlagen und Methoden sind im Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1) in der Fassung vom 2. April 2008 festgelegt. In der deutschen Rechtsprechung ist die Durchführung einer Unternehmensbewertung unter Anwendung von IDW S 1 anerkannt.
 - Die Bewertungsgutachterin hat die Unternehmensbewertungen unter Berücksichtigung des IDW S 1 und der DVFA-Empfehlungen durchgeführt.
 - Für Zwecke der Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses hat die Bewertungsgutachterin eine eigenständige Ermittlung der Unternehmenswerte der DIG und der CTP zum 9. Juni 2022 unter Berücksichtigung des IDW S 1 und der Empfehlungen der DVFA vorgenommen. Entsprechend der herrschenden Rechtsprechung und Bewertungspraxis wurde dazu auf den objektivierten Unternehmenswert gem. IDW S 1 abgestellt. Die Berechnung erfolgte nach der DCF-Methode in Form des FTE-Ansatzes. Vor dem Hintergrund, dass es sich bei der CTP um eine Gesellschaft mit Sitz in den Niederlanden handelt, die auch an der Euronext in Amsterdam börsennotiert ist, hat die Bewertungsgutachterin für die Bemessung des Umtauschverhältnisses auf eine explizite Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern im Bewertungskalkül verzichtet und insofern auf die mittelbare Typisierung gem. IDW S 1 zurückgegriffen.
 - Die Ermittlung der angemessenen Barabfindung erfolgte ausgehend vom objektivierten Unternehmenswert der DIG unter Beachtung der im IDW S 1 dargelegten Grundsätze nach dem Ertragswertverfahren. Im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung wurden dabei die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person typisierend zugrunde gelegt und

die persönlichen Ertragsteuern explizit im Bewertungskalkül berücksichtigt (unmittelbare Typisierung gem. IDW S 1).

349. Die gewählten Bewertungsverfahren sowie die Vorgehensweise bei Ermittlung der angemessenen Umtauschverhältnisse sowie der angemessenen Barabfindung haben wir nachvollzogen. Die Bewertungsverfahren und die Vorgehensweise bei der Ermittlung der Unternehmenswerte sind nach unseren Feststellungen sachgerecht.

IV. Analyse der Vergangenheit und der Planung

350. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Ausgangspunkt für die Prognose der Zukunftserfolge ist die Vergangenheitsanalyse, die dazu dient, die wesentlichen Ursachen für die Ergebnishöhe und -entwicklung der Vergangenheitsergebnisse in einem bestimmten Zeitraum herauszuarbeiten. Die Vergangenheitsanalyse stellt die Grundlage für Plausibilitätsüberlegungen und die Beurteilung der erwarteten zukünftigen finanziellen Entwicklungen dar.

Die Analyse der abgeschlossenen Geschäftsjahre sowie die Bereinigung ausgewählter Posten der Gewinn- und Verlustrechnungen der Gesellschaft dienen vor diesem Hintergrund dem Zweck, die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können.

1. DIG

a) Vergangenheitsanalyse

351. Die nachfolgenden Analysen zur Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage der DIG erfolgten für die Geschäftsjahre 2018/19 bis 2020/21 auf Basis der Jahresabschlüsse nach IFRS). Dabei haben wir insb. die Analysen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und eigenständige Analysen zu der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage vorgenommen.

352. Folgende Tabelle zeigt die unbereinigte Ertragslage der DIG nach IFRS für die Jahre 2018/19 bis 2020/21.

DIG GuV unbereinigt, nach IFRS	Ist 2018/19 Mio. €	Ist 2019/20 Mio. €	Ist 2020/21 Mio. €
Mieterlöse	25,5	40,8	51,0
Wachstum in %	0,0	60,0	25,0
Erlöse aus Betriebs- und Nebenkosten	4,3	7,2	11,7
Wachstum in %	0,0	68,5	63,5
Umsatzerlöse	29,7	48,0	62,7
Wachstum in %	0,0	61,3	30,7
Instandhaltungsaufwendungen	-2,2	-2,8	-5,5
in % der Mieterlöse	8,6	6,9	10,8
umlagefähige Betriebs- u. Nebenkosten	-3,8	-9,2	-11,2
in % der Mieterlöse	14,7	22,6	21,9
nicht umlagefähige Betriebs- u. Nebenkosten	-2,8	-4,7	-6,0
in % der Mieterlöse	11,1	11,4	11,8
Bewirtschaftungsaufwendungen	-8,8	-16,7	-22,7
in % der Mieterlöse	34,5	40,9	44,5
Vermietungsergebnis	21,0	31,3	40,0
in % der Mieterlöse	82,2	76,7	78,5
Bewertungsergebnis	37,6	37,0	93,0
in % der Mieterlöse	147,5	90,7	182,7
Personalaufwand	-0,8	-0,9	-1,1
in % der Mieterlöse	3,2	2,1	2,1
sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,2	0,2
in % der Mieterlöse	1,3	0,4	0,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,8	-5,1	-8,8
in % der Mieterlöse	7,1	12,5	17,3
EBITDA	56,3	62,4	123,3
in % der Mieterlöse	221,1	153,3	242,0
Abschreibungen	-0,1	-0,2	-0,2
in % der Mieterlöse	0,5	0,4	0,5
EBIT	56,2	3	123,1
in % der Mieterlöse	220,7	152,9	241,6
Finanzergebnis	-7,6	-11,5	-3,3
EBT	48,6	50,8	119,8
in % der Mieterlöse	190,8	124,7	235,1
Unternehmenssteuern	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	48,7	50,8	119,8
in % der Mieterlöse	190,8	124,7	235,1

Quelle: DIG; ValueTrust; IVA-Darstellung

Tabelle 15: Unbereinigte Ertragslage der DIG nach IFRS für die Jahre 2018/19 bis 2020/21

353. Die Mieterlöse steigen von 25,5 Mio. € im Jahr 2018/19 auf 40,8 Mio. € im Jahr 2019/20 und weiter auf rd. 51,0 Mio. € im Jahr 2020/21, was einer Verdopplung der Mieterlöse innerhalb von zwei Jahren entspricht. Die Entwicklung der Mieterlöse wird maßgeblich von Akquisitionen geprägt, die den Bestand von 49 Objekten im Geschäftsjahr 2018/19 auf 88 Objekte in 2020/21 erhöhten.
354. Die Erlöse aus Betriebs- und Nebenkosten resultieren aus Fremdleistungen und stellen lediglich einen durchlaufenden Posten dar, da sie im Rahmen der Bewirtschaftungsaufwendungen als umlagefähige Betriebs- und Nebenkosten wieder in Abzug gebracht werden. Demnach sind die für die Ertragslage der DIG nicht von Bedeutung, da sie sich nicht auf das Ergebnis der DIG auswirken. Der Gesamtumsatz stieg von 29,7 Mio. € im Geschäftsjahr 2018/19 über 48,0 Mio. € im Folgejahr auf 62,7 Mio. € im Geschäftsjahr 2020/21, was einer CAGR i.H.v. 45,2 % entspricht.
355. Die Instandhaltungsaufwendungen beinhalten Aufwendungen für Reparaturen und Wartungsarbeiten. Sie steigen im Betrachtungszeitraum von 2,2 Mio. € auf 5,5 Mio. € und damit überproportional zu den Mieterlösen an. Der Anstieg entspricht dabei einer CAGR i.H.v. 58,2 %, wobei sich die Aufwandsquote, bezogen auf die Mieterlöse, von 8,6 % im Jahr 2018/19 auf 10,8 % im Jahr 2020/21 erhöht. Ursächlich dafür sind im Wesentlichen Baukostensteigerungen und Unwetterereignisse. Die umlagefähigen Betriebs- und Nebenkosten steigen von 3,8 Mio. € im Jahr 2018/19 auf 11,2 Mio. € im Jahr 2020/21 an. Die nicht umlagefähigen Betriebs- und Nebenkosten beinhalten Aufwendungen für Verwaltung, Werbemaßnahmen und Beratungsleistungen. Im betrachteten Zeitraum haben sie sich mehr als verdoppelt und sind ausgehend von 2,8 Mio. € im Jahr 2018/19 bis zum Jahr 2020/21 auf ein Niveau von 6,0 Mio. € angestiegen. Die Aufwandsquote hat sich dabei von 11,1 % im Jahr 2018/19 um insgesamt 0,7 Prozentpunkte auf 11,8 % im Jahr 2020/21 erhöht. Insgesamt ergibt sich daraus im Jahr 2018/19 ein Vermietungsergebnis i.H.v. 21,0 Mio. €, das sich vor allem durch die akquisitionsbedingt neu hinzugekommenen als Finanzinvestition gehaltene Immobilien (Renditeliegenschaften) über 31,3 Mio. € im Jahr 2019/20 auf 40,0 Mio. € im Geschäftsjahr 2020/21 verbessert. Die Vermietungsergebnis-Marge geht von 82,2 % im Jahr 2018/19 auf 76,7 % im Jahr 2019/20 zurück und steigt im Jahr 2020/21 wieder um 1,8 Prozentpunkte auf 78,5 % an.
356. Das Bewertungsergebnis der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien enthält die saldierten Bewertungsgewinne und -verluste aus der Zeitwertbewertung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien zum Bilanzstichtag. Es leistete 2018/19 einen positiven Beitrag von 37,6 Mio. €, dem 2019/20 ein Ergebnis in ähnlicher Größenordnung (37,0 Mio. €) folgte, bevor es im Geschäftsjahr 2020/21 auf 93,0 Mio. € hochschnellte. Wesentlichen Anteil an der kräftigen Aufwertung hatte die Entwicklung der Marktwerte im Bereich Logistik, die von einer starken internationalen Nachfrage geprägt war. Operative

Verbesserungen wie Neuvermietungen und Mietanpassungen wirkten sich ebenfalls positiv aus. Die sonstigen betrieblichen Erträge beinhalteten in den Geschäftsjahren 2018/19 und 2019/20 im Wesentlichen Versicherungsentschädigungen. Die sonstigen betrieblichen Erträge enthalten zudem Erträge aus Immobilienverkäufen. Sie beliefen sich auf knapp 0,1 Mio. € in 2018/19 sowie auf 1,9 Mio. € in 2020/21, die aus Teilveräußerungen unbebauter Grundstückflächen resultierten.

357. Der Personalaufwand steigt auf Basis von Personaleinstellungen von 0,8 Mio. € im Jahr 2018/19 auf 1,1 Mio. € im Jahr 2020/21 an. Insgesamt steigt die Zahl der Beschäftigten, inkl. zweier Vorstandsmitglieder der DIG von vier auf zehn Beschäftigte im Jahr 2020/21 an.
358. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die eine Vielzahl unterschiedlicher Aufwendungen enthalten, steigen von 1,8 Mio. € in 2018/19 auf 5,1 Mio. € in 2019/20 und auf 8,8 Mio. € in 2020/21. Die verhältnismäßig starke Zunahme in den beiden vergangenen Geschäftsjahren beruht auf Wertminderungen auf erworbene Darlehen von creditshef, ein der Gesellschaft nahestehendes Fintech-Unternehmen. Sie belaufen sich im Jahr 2019/20 auf 1,7 Mio. € und im Jahr 2020/21 auf 5,0 Mio. €.
359. Das EBITDA entwickelt sich von 56,3 Mio. € im Jahr 2018/19 auf 62,5 Mio. € im Jahr 2019/20 und auf 123,4 Mio. € im Jahr 2020/21. Der vergleichsweise hohe Anstieg des EBITDA im Jahr 2020/21 um 60,9 Mio. € ist dabei maßgeblich von einem hohen Bewertungsergebnis geprägt.
360. Aufgrund der geringfügigen Höhe der Abschreibungen von rd. 0,2 Mio. € entspricht das EBIT nahezu dem EBITDA.
361. Das Finanzergebnis umfasst das Bewertungsergebnis von Finanzverbindlichkeiten, Zinserträge und -aufwendungen sowie Erbbauzinsen. Es beträgt im Jahr 2018/19 -7,6 Mio. €, steigt im Jahr 2019/20 auf -11,5 Mio. € an, und verbessert sich im Jahr 2020/21 wieder auf -3,3 Mio. €. Das deutlich negative Finanzergebnis im Jahr 2019/20 resultiert dabei im Wesentlichen aus dem Bewertungsergebnis aus der Fair Value-Bewertung einer Wandelanleihe. Des Weiteren besteht das Finanzergebnis aus Zinsaufwendungen und Zinserträgen, die aus Darlehensforderungen gegenüber Gesellschaftern und nahestehenden Unternehmen resultieren.
362. Bei den Steuern handelt es sich ausschließlich um Kfz-Steuern, die ergebnismäßig vernachlässigbar sind. Die auf die als Finanzinvestition gehaltene Immobilien entfallende Grundsteuer ist im Vermietungsergebnis enthalten. Ertragsteuern sind bei der DIG im Vergangenheitszeitraum aufgrund der Steuerbefreiung von REIT-Gesellschaften nicht angefallen.

363. Der Jahresüberschuss steigt entsprechend von 48,6 Mio. € in 2018/19 auf 50,9 Mio. € in 2019/20 und 119,8 Mio. € in 2020/21 an. Der Anstieg beruhte sowohl auf dem Wachstum des Immobilienportfolios als auch auf Bewertungseffekten.
364. Zur Beurteilung der operativen Geschäftsentwicklung von Immobilienunternehmen wird gewöhnlich auf die Funds from Operations (FFO) abgestellt, die auch bei der DIG als maßgebliche Steuerungsgröße dienen. Es handelt sich dabei um ein um Einmal- und Sondereffekte sowie nicht zahlungswirksame Aufwendungen und Erträge bereinigtes Ergebnis aus dem Immobilienportfolio, das den operativen Cashflow aus der Bewirtschaftung des Immobilienbestands darstellt.
365. Die mit Abstand bedeutendste Bereinigungsposition im Zahlenwerk der DIG war in den vergangenen beiden Geschäftsjahren das Bewertungsergebnis der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien.
366. Die nachfolgende Tabelle stellt die Herleitung des FFO für die Geschäftsjahre 2018/19 bis 2020/21 dar.

DIG	Ist 2018/19	Ist 2019/20	Ist 2020/21
Operatives Ergebnis (FFO)	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Jahresergebnis	48,7	50,8	119,8
Bereinigung Abschreibungen	0,1	0,2	0,2
Bereinigung Bewertungsergebnis der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien	-37,6	-37,0	-91,1
Bereinigung Verkaufsergebnis	-0,1	0,0	-1,9
Bereinigung Bewertungsergebnis Finanzverbindlichkeiten	0,8	7,9	0,0
Bereinigung zahlungsunwirksame Aufwendungen/Erträge	0,5	2,1	5,9
Betriebliche Einmalaufwendungen/-erträge	0,4	0,6	0,7
Funds from Operations	12,9	24,6	33,6
Aktivierungspflichtige Investitionskosten (Capex)	-3,3	-4,9	-5,4
FFO nach Instandhaltungsinvestitionen	9,6	19,7	28,2

Quelle: DIG; IVA-Analysen

Tabelle 16: Ableitung des FFO der DIG für die Jahre 2018/19 bis 2020/21

367. Demnach steigt der operative Cashflow von 12,9 Mio. € im Geschäftsjahr 2018/19 auf 24,6 Mio. € in 2019/20 und weiter auf 33,6 Mio. € in 2020/21. Berücksichtigt man noch die aktivierten Baumaßnahmen, nimmt der Mittelzufluss in den beiden zurückliegenden Jahren von 9,6 Mio. € in 2018/19 auf 28,2 Mio. € im Geschäftsjahr 2020/21 zu.

Bereinigungen

368. Im Rahmen der Analyse der Vergangenheitsergebnisse erfolgte seitens der Bewertungsgutachterin eine Bereinigung der GuV. Um eine bessere Vergleichbarkeit der Vergangenheitsergebnisse mit den Planzahlen der Unternehmensprognose zu gewährleisten, hat die Bewertungsgutachterin die Geschäftsjahre 2018/19 bis 2020/21 um wesentliche außerordentliche, periodenfremde und einmalige Vorgänge bereinigt.
369. Inhaltlich betreffen die Bereinigungen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen und Erträge, das Bewertungsergebnis der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien sowie das Finanzergebnis. Diese Bereinigungen haben wir nachvollzogen und erachten diese als plausibel. Den Umfang und die Bedeutung der Adjustierungen zur Beurteilung der operativen Ertragsentwicklung veranschaulicht der Anteil des außerordentlichen Ergebnisses am Ergebnis vor Ertragsteuern. Er lag in den Geschäftsjahren 2018/19 und 2020/21 deutlich oberhalb von 70,9 %, während er sich 2019/20 auf mehr als 50,9 % belief.
370. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Gewinn- und Verlustrechnungen des Unternehmens für die Geschäftsjahre 2018/19 bis 2020/21, die von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Bereinigungen und die adjustierten Vergangenheitszahlen.

DIG GuV	Ist 2018/19	Ist 2019/20	Ist 2020/21	Adj. 2018/19	Adj. 2019/20	Adj. 2020/21	Ist 2018/19	Ist 2019/20	Ist 2020/21
Bereinigungen, nach IFRS	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Mieterlöse	25,5	40,8	51,0				25,5	40,8	51,0
in % der Umsatzerlöse	0,0	0,0	81,3						81,3
Wachstum in %	0,0	60,0	25,0				0,0	60,0	25,0
Erlöse aus Betriebs- u. NK	4,3	7,2	11,7				4,3	7,2	11,7
Wachstum in %	0,0	68,5	63,5				0,0	68,5	63,5
Umsatzerlöse	29,7	48,0	62,7				29,7	48,0	62,7
Wachstum in %	0,0	61,3	30,7				0,0	61,3	30,7
Instandhaltungsaufw.	-2,2	-2,8	-5,5				-2,2	-2,8	-5,5
in % der Mieterlöse	8,6	6,9	10,8				8,6	6,9	10,8
uml.f. Betriebs- u. NK	-3,8	-9,2	-11,2				-3,8	-9,2	-11,2
in % der Mieterlöse	14,7	22,6	21,9				14,7	22,6	21,9
nicht uml.f. Betriebs- u. NK	-2,8	-4,7	-6,0				-2,8	-4,7	-6,0
in % der Mieterlöse	11,1	11,4	11,8				11,1	11,4	11,8
Bewirtschaftungsaufw.	-8,8	-16,7	-22,7				-8,8	-16,7	-22,7
in % der Mieterlöse	34,5	40,9	44,5				34,5	40,9	44,5
Vermietungsergebnis	21,0	31,3	40,0				21,0	31,3	40,0
in % der Mieterlöse	82,2	76,7	78,5				82,2	76,7	78,5

DIG GuV	Ist 2018/19	Ist 2019/20	Ist 2020/21	Adj. 2018/19	Adj. 2019/20	Adj. 2020/21	Ist 2018/19	Ist 2019/20	Ist 2020/21
Bereinigungen, nach IFRS	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Bewertungsergebnis	37,6	37,0	93,0	-37,6	-37,0	-93,0	0,0	0,0	0,0
in % der Mieterlöse	147,5	90,7	182,7				0,0	0,0	0,0
Personalaufwand	-0,8	-0,9	-1,1				-0,8	-0,9	-1,1
in % der Mieterlöse	3,2	2,1	2,1				3,2	2,1	2,1
sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,2	0,2				0,4	0,2	0,2
in % der Mieterlöse	1,3	0,4	0,4				1,3	0,4	0,4
sbA	-1,8	-5,1	-8,8	0,4	2,4	5,8	-1,4	-2,8	-3,0
in % der Mieterlöse	7,1	12,5	17,3				5,4	6,8	6,0
EBITDA (bereinigt)	56,3	62,5	123,4	-37,2	-34,6	-87,2	19,1	27,8	36,1
in % der Mieterlöse	221,1	153,3	242,0				75,1	68,2	70,8
Abschreibungen	-0,1	-0,2	-0,2				-0,1	-0,2	-0,2
in % der Mieterlöse	0,5	0,4	0,5				0,5	0,4	0,5
EBIT (bereinigt)	56,2	62,4	123,1	-37,2	-34,6	-87,2	19,0	27,7	35,9
in % der Mieterlöse	220,7	152,9	241,6				74,7	67,8	70,4
Finanzergebnis	-7,6	-11,5	-3,3	0,8	7,9		-6,7	-3,6	-3,3
EBT (bereinigt)	48,6	50,9	119,8	-36,3	-26,7	-87,2	12,3	24,1	32,6
in % der Mieterlöse	190,8	124,7	235,1				48,3	59,1	64,0
Bereinigungen				-36,3	-26,7	-87,2	36,4	26,7	87,2

Quelle: ValueTrust, IVA-Darstellung

Tabelle 17: Angepasste GuV der DIG für die Geschäftsjahre 2018/19 bis 2020/21

371. Das Bewertungsergebnis der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien hat das Jahresergebnis im Betrachtungszeitraum maßgeblich beeinflusst. Da es sich um nicht zahlungswirksame Erträge handelt, die von ihrem Charakter her als außerordentlich einzustufen sind, wird es zur besseren Beurteilung der operativen Entwicklung eliminiert. Die Bereinigung beträgt im Jahr 2018/19 37,6 Mio. €, im Jahr 2019/20 37,0 Mio. € und 2020/21 auf 93,0 Mio. €.
372. Die sonstigen betrieblichen Erträge sind für die Geschäftsjahre 2018/19 und 2020/21 um Erträge aus Immobilienverkäufen zu bereinigen, die sich auf knapp 0,1 Mio. € bzw. 1,9 Mio. € belaufen. Die in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthaltenen Wertminderungen auf die creditsheff-Darlehen i.H.v. 1,7 Mio. € (2019/20) und 5,0 Mio. € (2020/21), sind ebenfalls zu bereinigen. Gleiches gilt für die in allen drei Geschäftsjahren angefallenen Einmalaufwendungen, die aus Aufwendungen für Grundpfandrechte, Beratungskosten im Rahmen eines Sonderprojekts (2019/20) sowie Aufwendungen für Schadensersatz aus Kaufverträgen (2020/21) resultierten. Insgesamt belaufen sich die Adjustierungen bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 0,4 Mio. € im Geschäftsjahr 2018/19, auf 2,4 Mio. € in 2019/20 und auf 5,8 Mio. € in 2020/21.

373. Aus dem Finanzergebnis wurde das Bewertungsergebnis von Finanzverbindlichkeiten herausgerechnet, das im Geschäftsjahr 2018/19 mit -0,8 Mio. € und 2019/20 mit -7,9 Mio. € anfiel.

374. Insgesamt summieren sich die Bereinigungen auf 36,4 Mio. € im Geschäftsjahr 2018/19, auf 26,7 Mio. € in 2019/20 und auf 87,2 Mio. € in 2020/21. Eliminiert man das außerordentliche Ergebnis, sinkt das Ergebnis vor Steuern für 2018/19 von 48,6 Mio. € auf 12,3 Mio. €, für 2019/20 von 50,9 Mio. € auf 24,1 Mio. € und für 2020/21 von 119,8 Mio. € auf 32,6 Mio. €. Daraus leitet sich bezogen auf die Vermieterlöse eine bereinigte Vorsteuer marge von 48,3 % in 2018/19, 59,1 % in 2019/20 und 64,0 % ab.

375. Folgende Tabelle zeigt zusammengefasst die Vermögens- und Finanzlage der DIG.

DIG	30.09.2019		30.09.2020		30.09.2021	
Bilanz nach IFRS	Mio. €	in %	Mio. €	in %	Mio. €	in %
I. Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	392,8	89,5	585,8	81,8	814,1	87,8
II. Immaterielle Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Sachanlagen	1,1	0,2	1,0	0,1	2,1	0,2
IV. Derivative Finanzinstrumente	0,0	0,0	0,5	0,1	0,3	0,0
V. Andere finanzielle Vermögenswerte	0,0	0,0	22,9	3,2	11,5	1,2
VI. Sonstige langfristige Vermögenswerte	38,9	8,9	7,5	1,0	0,5	0,0
Langfristige Vermögenswerte	432,8	98,6	617,8	86,3	828,6	89,3
I. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,8	0,2	3,4	0,5	1,5	0,2
II. Ertragsteuererstattungsansprüche	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0
III. Sonstige Vermögenswerte	2,9	0,7	94,6	13,2	86,5	9,3
IV. Liquide Mittel	2,1	0,5	0,0	0,0	0,4	0,0
Kurzfristige Vermögenswerte	6,8	1,3	98,1	13,7	88,8	9,6
Zur Veräußerung gehaltene langfr.Verm.werte	0,4	0,1	0	0,0	10,1	1,1
Summe Aktiva	439,0	100,0	715,8	100,0	927,6	100,0
I. Gezeichnetes Kapital	23,5	5,3	32,1	4,5	32,1	3,5
II. Kapitalrücklage	89,5	20,4	230,0	32,1	230,0	24,8
III. Andere Rücklagen	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
IV. Andere kum. Rücklagen (OCI)	0,0	0,0	0,5	0,1	0,2	0,0
V. Bilanzergebnis	68,4	15,6	114,6	16,0	226,7	24,4
Eigenkapital	181,6	41,3	377,2	52,7	489,0	52,7
I. Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	67,5	15,4	134,7	18,8	207,1	22,3
II. Verbindlichkeiten aus Unternehmensanleihen	117,9	26,9	118,1	16,5	19,9	2,1
III. Verbindlichkeiten aus Wandelanleihen	41,2	9,4	49,1	6,9	49,1	5,3
IV. Sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
V. Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1,5	0,3	21,1	2,9	25,8	2,8
Langfristige Verbindlichkeiten	228,1	52,0	322,9	45,1	302,0	32,6
I. Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	4,0	0,9	7,8	1,1	11,6	1,3
II. Verbindlichkeiten ggü. anderen Kreditgebern	20,2	4,6	0,0	0,0	118,2	12,7
III. Sonstige Rückstellungen	1,0	0,2	1,5	0,2	1,4	0,2
IV. Verbindlichkeiten aus Lieferungen u. Leistungen	2,7	0,6	2,0	0,3	1,4	0,2
V. Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	1,6	0,4	4,3	0,6	3,8	0,4
Kurzfristige Verbindlichkeiten	29,4	6,7	16,7	2,2	136,4	14,7
Summe Passiva	439,0	100,0	715,8	100,0	927,6	100,0

Quelle: DIG; IVA-Analysen

Tabelle 18: Vermögens- und Finanzlage der DIG zum 30. September 2019, 2020 und 2021

376. Das **Anlagevermögen** der DIG besteht im Geschäftsjahr 2020/21 wie auch in den beiden Vorjahren im Wesentlichen aus den als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien, auf die ein Anteil von fast 88,0 % an den Vermögenswerten entfällt. Sie steigen durch Zukäufe und die Aufwertung des Immobilienportfolios in 2019/20 um 193,0 Mio. € und in 2020/21 um weitere

- 228,3 Mio. € auf 814,1 Mio. €. Zum Bilanzstichtag 30. September 2021 umfasst das Portfolio 88 Objekte mit einer vermietbaren Gewerbefläche von 1,6 Mio. m².
377. Die sonstigen langfristigen Vermögenswerte enthalten im Geschäftsjahr 2018/19 geleistete Anzahlungen auf erworbene als Finanzinvestition gehaltene Immobilien i.H.v. 38,9 Mio. €, bei denen der Nutzen- und Lastenwechsel zum Bilanzstichtag noch nicht erfolgt war. In den beiden Folgejahren reduziert sich dieser Betrag auf 7,5 Mio. € bzw. 0,5 Mio. €.
378. Die anderen finanziellen Vermögenswerte beinhalten zum 30. September 2020 sowie zum 30. September 2021 Forderungen aus erworbenen Darlehen, die sich 2019/20 auf 14,6 Mio. € und 2020/21 auf 3,2 Mio. € belaufen. Hierbei handelt es sich um hochverzinsliche Darlehen, die über das Fintech creditshelf AG vermittelt wurden und von der DIG dazu genutzt werden, überschüssige Liquidität anzulegen. Die anderen finanziellen Vermögenswerte beinhalteten in den beiden vergangenen Geschäftsjahren ferner ein Aval i.H.v. 8,4 Mio. €.
379. Die **Forderungen aus Lieferungen und Leistungen** bestehen fast ausschließlich aus Mietforderungen. Der Rückgang auf 1,5 Mio. € im Geschäftsjahr 2020/21 resultierte aus einem Forderungsabbau i.H.v. 1,2 Mio. € sowie aus Wertberichtigungen i.H.v. 1,8 Mio. €.
380. Die kurzfristigen Vermögenswerte beinhalten zum 30. September 2020 sowie zum 30. September 2021 im Wesentlichen Forderungen aus Gesellschafterdarlehen, deren Volumen sich 2020/21 einschließlich Zinsforderungen auf 72,4 Mio. € beläuft, nach 75,0 Mio. € im Vorjahr. Zudem beinhalten die sonstigen kurzfristigen Vermögenswerte Kurzfristanlagen in erworbene Darlehensanteile via creditshelf, die sich auf 15,9 Mio. € (2019/20) bzw. 8,0 Mio. € (2020/21) belaufen. Im Rückgang der **liquiden Mittel**, von 2,1 Mio. € zum 30. September 2019 auf 0,4 Mio. € zum 30. September 2021 spiegelt sich die Investition in die erwähnten Darlehen wider.
381. Die im Geschäftsjahr 2020/21 **zur Veräußerung gehaltenen langfristigen Vermögenswerte** beinhalteten einerseits einen vertraglichen fixierten Objektverkauf im Volumen von 7,3 Mio. €, andererseits einen ebenfalls vertraglich vereinbarten Darlehensverkauf an die creditshelf solutions GmbH im Umfang von 2,9 Mio. €.
382. Die Passivseite der Bilanz ist durch die Vorgaben des REIT-Gesetzes von einer hohen Eigenfinanzierung geprägt. Das **Eigenkapital** erhöht sich von 181,5 Mio. € im Geschäftsjahr 2018/19 auf 377,2 Mio. € in 2019/20 und auf 489,0 Mio. € in 2020/21. Dazu tragen neben den Gewinnthesaurierungen zwei Barkapitalerhöhungen im Geschäftsjahr 2019/20 bei, wodurch das gezeichnete Kapital um 8,6 Mio. € auf 32,1 Mio. € und die Kapitalrücklage um 140,5 Mio. € auf 230,0 Mio. € ansteigt.
383. Die kurz- und langfristigen **Finanzverbindlichkeiten** steigen von 250,7 Mio. € im Geschäftsjahr 2019/20 auf 309,6 Mio. € im Folgejahr an. Im Geschäftsjahr 2020/21 sind sie um weitere 96,3 Mio. € auf 405,9 Mio. € angestiegen, was einem Anteil von rd. 44,0 % der Bilanzsumme entspricht. Die Finanzverbindlichkeiten beinhalten neben den Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten eine besicherte Unternehmensanleihe mit einem Volumen von 118,0 Mio. €, die im Juni 2023 fällig wird und daher in die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten umgegliedert wurde. Darüber hinaus besteht eine Wandelanleihe mit einem Volumen von 49,0 Mio. €, die im Rahmen der Übernahme durch die CTP abgelöst werden soll.
384. Größter Einzeiposten bei den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, die im Betrachtungszeitraum von 2,7 Mio. € auf 1,4 Mio. € zurückgegangen sind, bilden Grunderwerbsteuerverbindlichkeiten für Immobilienzugänge, die sich im Geschäftsjahr 2020/21 auf 0,9 Mio. € beliefen.
385. Bei den **sonstigen Verbindlichkeiten** (einschl. Rückstellungen) handelt es sich vornehmlich um Leasingverbindlichkeiten für Erbbaurechte, bei denen die DIG Erbbauberechtigte ist. Die korrespondierenden Vermögenswerte werden als aktivierte Nutzungsrechte in den als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien ausgewiesen. Bilanziert sind nur die künftigen Tilgungsbeträge (Geschäftsjahr 2020/21: 25,7 Mio. €), nicht aber die betragsmäßig deutlich höheren künftigen Zinszahlungen.
386. Die **Loan-to-Value (LTV) Ratio**, die das Verhältnis von Nettofinanzverbindlichkeiten zum Wert der bilanzierten als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien angibt, ist in der Immobilienwirtschaft eine weit verbreitete Steuerungsgröße. Der auf die Nettofinanzverbindlichkeiten bezogene Net-LTV der DIG stellt sich für die Geschäftsjahre 2018/19 bis 2020/21 wie folgt dar:

DIG	Ist 30.09.2019	Ist 30.09.2020	Ist 30.09.2021
Net LTV	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Finanzverbindlichkeiten	252,3	330,8	431,7
abzgl. andere langfristige finanzielle Vermögenswerte	0,0	-22,9	-11,5
abzgl. Zahlungsmittel und laufende Darlehen	-2,1	-0,0	-0,4
abzgl. Treuhandkonten	-0,5	0,2	0,2
abzgl. kurzfristig kündbare Finanzanlagen		-87,8	-74,6
abzgl. kfr. Darlehensforderungen ggü. Obotritia Capital		-0,2	-0,2
Nettofinanzverbindlichkeiten	249,7	220,1	345,2
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	392,8	585,8	814,1
Anzahlungen auf akquirierte als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	38,9	7,5	0,5
Zur Veräußerung gehaltene Immobilien	0,4	0,0	7,3
Summe Immobilienvermögen	432,2	593,3	821,9
Net LTV	57,8 %	37,1 %	42,0 %

Quelle: DIG, Geschäftsberichte 2019/20 und 2020/21

Tabelle 19: Vermögens- und Kapitalstruktur der DIG für die Geschäftsjahre 2018/19 bis 2020/21

387. Der **Net LTV** steigt zwar im Geschäftsjahr 2020/21 gegenüber dem Vorjahr von 37,1 % auf 42,0 %, liegt damit aber noch unter der von der Gesellschaft angestrebten Spanne von maximal 50,0 % bis 55,0 %, was Spielraum für weitere Fremdkapitalfinanzierungen lässt.

b) Planungsprozess

388. Der Unternehmensbewertung der DIG liegt als Ausgangspunkt grundsätzlich die nach IFRS erstellte Planungsrechnung der DIG für die Jahre 2020/21 bis 2024/25, mit Stand Juni 2021 zugrunde. Die Planungsrechnung wurde im Rahmen des regulären Planungsprozesses der DIG erstellt und umfasst eine Plan-Gewinn- und Verlustrechnung, eine Plan-Bilanz sowie eine Plan-Cashflow-Rechnung.
389. Als wesentliche Grundlage für die Planungsrechnung dient der Forecast der strategischen Zielkennzahl Funds from Operations („FFO-Forecast“) sowie das erwartete Ankaufs- und Finanzierungsvolumen.
390. Der FFO-Forecast umfasst die Ermittlung der voraussichtlichen FFO für die nächsten fünf Jahre. Basierend auf dem FFO-Forecast wird die Gewinn- und Verlustrechnung auf Quartalsbasis geplant. Der FFO-Forecast umfasst einerseits eine Bottom-Up-Fortschreibung der bestehenden Immobilienportfolios mit den bestehenden Mietverhältnissen und Konditionen und andererseits eine Top-Down-Prognose der geplanten Ankaufsvolumina neuer Immobilien und die daraus resultierende Effekte auf die FFO. Ergänzt wird die Ankaufsplanung um eine Finanzierungsplanung.

391. Der FFO-Forecast wird grundsätzlich aus historischen Werten und Erfahrungsgrößen, Zukunftsannahmen und konkreten aktuellen Erkenntnissen und Maßnahmen abgeleitet. Auf Grundlage dieses FFO-Forecasts wird die Gewinn- und Verlustrechnung der DIG für die kommenden fünf Jahre abgeleitet und die Bilanzplanung für den gleichen Zeitraum vorgenommen. Die endgültige, im regulären Planungsprozess erstellte Planungsrechnung wird dem Vorstand im Halbjahresturnus zur Genehmigung vorgelegt und vom Aufsichtsrat verabschiedet.
392. Zum Geschäftsjahresende 2020/21 wurde die Planungsrechnung im Zuge des Übernahmeangebotes aktualisiert. Im Zuge der Aktualisierung wurde die Planungsrechnung nicht um ein weiteres Jahr ergänzt, sodass die der Unternehmensbewertung zugrunde liegende Planungsrechnung die vier Planjahre von 2021/22 bis 2024/25 umfasst. Im Rahmen des Übernahmeangebotes der CTP für die DIG wurde die innerhalb des regulären Planungsprozesses erstellte Planungsrechnung aktualisiert, um bestimmte Sachverhalte abzubilden, die sich u.a. durch das Übernahmeangebot ergeben. Diese Sachverhalte umfassen die Berücksichtigung der aktuellen Finanzzahlen der DIG des ersten Quartals des laufenden Geschäftsjahres 2021/22, den Wegfall des REIT-Status und Transaktionseffekte wie Beratergebühren und die Refinanzierung der Wandelanleihe durch CTP.
393. Zudem wurde das Bestandsportfolio sämtlicher Mietobjekte der DIG in verschiedene Cluster eingeteilt, die unterschiedliche Annahmen hinsichtlich erwarteter Mietpreisentwicklung und Leerstandsquote reflektieren. Dabei wurde individuell für jede Immobilie der DIG festgelegt, welchem Cluster das Objekt zugeordnet wird. Die Cluster wurden daraufhin jeweils einzeln fortgeplant. Neben dem Bestandsportfolio der DIG wurde das Akquisitionsportfolio für die Planjahre separat geplant. Dabei wurden je nach Planjahr individuelle Planannahmen u.a. zu Akquisitionsvolumen, Kaufpreis und Mietrendite sowie dem zugrunde liegenden Ankaufsmultiplikator getroffen. Bestands- und Akquisitionsportfolio wurden in der Folge aggregiert und um die Planung der Kosten auf Unternehmensebene der DIG und die Finanzierungsannahmen auf Basis der vertraglichen sowie der durch die geplanten Akquisitionen erwarteten Darlehenskonditionen ergänzt und schließlich zum FFO-Forecast, der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz verdichtet.
394. Mit Beschluss vom 1. Februar 2022 hat der Vorstand der DIG die Planungsrechnung für die Jahre 2021/22 bis 2024/25 inkl. der Anpassungen im Rahmen des Übernahmeangebots durch die CTP beschlossen.

c) Analyse der Planungsrechnung in der Detailplanungsphase

395. Die nach IFRS erstellte Planungsrechnung der DIG beinhaltet wesentliche Effekte aus IAS 40 zur Bewertung von als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien
396. Gem. IAS 40 können als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien („Investment Property“) dabei entweder zu fortgeführten Anschaffungs- bzw. Herstellkosten, oder wahlweise auch auf Basis einer jährlichen Neubewertung zu ihrem jeweiligen Verkehrswert („Fair Value“) bilanziert werden. Sofern der Fair Value-Ansatz gewählt wird, muss der sich aus der jährlichen Neubewertung ergebende Unterschiedsbetrag erfolgswirksam in der GuV berücksichtigt werden. Sofern das Investment Property nach IAS 40 zum Fair Value bilanziert wird, werden keine planmäßigen Buchwert-Abschreibungen berücksichtigt, da das Investment Property in jedem Jahr neu bewertet und zum aktuellen Verkehrswert bilanziert wird. Durch die von der handelsrechtlich vorgeschriebenen Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungs- bzw. Herstellkosten abweichende Folgebewertung nach IFRS ergeben sich passive latente Steuern in Bezug auf das jeweilige IFRS-Bewertungsergebnis. Sowohl beim Bewertungsergebnis als auch bei den passiven latenten Steuern handelt es sich zwar um erfolgs- aber nicht zahlungswirksame Sachverhalte, da sie keinen Mittel-Zu- oder Abfluss bewirken. Im Rahmen der Bewertung hat ValueTrust diese Effekte aus der Planungsrechnung bereinigt, da es sich hierbei nicht um zahlungswirksame Sachverhalte handelt. Aus Gründen der Übersichtlichkeit stellen wir im Folgenden bereits die um diese Effekte bereinigte Plan-GuV dar.
397. Folgende Tabelle zeigt die angepasste (Plan-)GuV der DIG nach IFRS für die Jahre 2020/21 bis 2024/25.

DIG (Plan-)GuV	Ist 2020/21	Plan 2021/22	Plan 2022/23	Plan 2023/24	Plan 2024/25
angepasst, nach IFRS	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Mieterlöse Bestand	0,0	61,9	63,7	65,5	67,2
in % der Mieterlöse	0	94,5	81,2	69,8	61,8
Mieterlöse aus Neu-Akquisitionen	0,0	3,6 ¹²	14,7	28,4	41,6
in % der Mieterlöse	0	5,5	18,8	30,2	38,2
Mieterlöse	61,0	65,5	78,5	93,9	108,8
Wachstum in %	25,0	28,6	19,7	19,6	16,0
Erlöse aus Betriebs- und Nebenkosten	11,7	12,0	15,0	17,9	20,8
Wachstum in %	63,5	2,4	24,8	19,6	16,0
Umsatzerlöse	62,7	77,5	93,5	111,8	129,6
Wachstum in %	30,7	23,7	20,5	19,6	16,0

¹² Da die Akquisitionen im Rahmen einer Durchschnittsbetrachtung erst zum Ende des Geschäftsjahres angenommen wurden, resultieren im ersten Planjahr lediglich anteilige Mieterlöse aus dem geplanten Akquisitionsvolumen.

DIG (Plan-)GuV	Ist 2020/21	Plan 2021/22	Plan 2022/23	Plan 2023/24	Plan 2024/25
angepasst, nach IFRS	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Instandhaltungsaufwendungen	-5,5	-7,5	-9,2	-11,2	-13,0
in % der Mieterlöse	10,8	11,4	11,7	11,9	11,9
umlagefähige Betriebs- u. Nebenkosten	-11,2	-12,0	-14,7	-17,9	-20,8
in % der Mieterlöse	21,9	18,3	18,8	19,1	19,1
nicht umlagefähige Betriebs- u. Nebenkosten	-6,0	-7,2	-8,8	-10,8	-12,5
in % der Mieterlöse	11,8	11,0	11,3	11,5	11,5
Bewirtschaftungsaufwendungen	-22,7	-26,6	-32,7	-39,9	-46,3
in % der Mieterlöse	44,5	40,7	41,7	42,5	42,5
Vermietungsergebnis	40,0	60,9	60,7	71,9	83,4
in % der Mieterlöse	78,5	77,7	77,4	76,6	76,6
Personalaufwand	-1,1	-1,9	-2,3	-2,7	-3,2
in % der Mieterlöse	2,1	2,9	2,9	2,9	2,9
sonstige betriebliche Erträge	0,2	2,2	0,6	0,7	0,8
in % der Mieterlöse	0,4	3,4	0,8	0,8	0,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,0	-8,8	-4,6	-5,5	-6,4
in % der Mieterlöse	6,0	13,4	5,9	5,9	5,9
EBITDA	36,1	42,6	64,4	64,3	74,6
in % der Mieterlöse	70,8	64,7	69,3	68,5	68,5
Abschreibungen	-0,2	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2
in % der Mieterlöse	0,5	1,1	0,7	0,3	0,2
Operatives Ergebnis (EBIT)	35,9	41,6	63,8	64,0	74,4
in % der Mieterlöse	70,4	63,5	68,6	68,2	68,4
Finanzergebnis	-3,3	-25,7	-11,1	-12,4	-13,8
Ergebnis vor Steuern (EBT)	32,6	16,0	42,8	51,6	60,6
in % der Mieterlöse	64,0	24,4	54,5	54,9	55,7
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0,0	-2,4	-4,3	-5,2	-6,1
Neutrales Ergebnis	87,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	119,8	13,6	38,6	46,4	54,6
in % der Mieterlöse	235,1	20,7	49,0	49,5	50,1

Quelle: DIG; IVA-Darstellung

Tabelle 20: Angepasste (Plan-)Gewinn- und Verlustrechnung der DIG von 2020/21 bis 2024/25

398. Die Umsatzerlöse der DIG setzen sich aus den Mieterlösen und den Erlösen aus Betriebs- und Nebenkosten zusammen. Der wesentliche Teil entfällt dabei auf die Mieterlöse, die im Detailplanungszeitraum durchschnittlich 84,1 % der Gesamterlöse betragen. Die Erlöse aus Betriebs- und Nebenkosten sind für die Ertragslage der DIG nicht von Bedeutung, da sie einen durchlaufenden Posten darstellen und als Teil der Bewirtschaftungsaufwendungen („BewA“) auch als entsprechender Aufwand berücksichtigt sind und sich somit nicht auf das Ergebnis bzw. die Marge der DIG auswirken.
399. Die **Mieterlöse** der DIG gliedern sich in die Erlöse aus dem Bestandsgeschäft und Mieterlöse aus geplanten Neu-Akquisitionen. Dabei beträgt der Anteil der Mieterlöse aus dem Bestand

zu Beginn des Planungszeitraums 94,5 % der Mieterlöse, reduziert sich bis zum Jahr 2024/25 jedoch auf 61,8 %. Entsprechend steigt der Anteil der Mieterlöse aus Neu-Akquisitionen von 5,5 % im ersten Planjahr 2021/22 auf 38,2 % im Planjahr 2024/25 an. Demnach erwartet die DIG zum Ende des Detailplanungszeitraums mit einem Anteil von rd. 40 % Mieterlöse aus zum Bewertungsstichtag noch nicht im Bestand befindlichen Objekten. Insgesamt unterstellt die DIG im Planungszeitraum ein Wachstum der Mieterlöse von 51,0 Mio. € im Jahr 2020/21 um 57,8 Mio. € bzw. 113,6 % bis zum Jahr 2024/25. Dies entspricht einer CAGR i.H.v. 20,9 %, die deutlich über dem für die Peer Group-Unternehmen der DIG erwarteten Mittelwert i.H.v. 10,5 % 2022 bis 2024 sowie am oberen Ende der Bandbreite für die Jahre 2022 bis 2024 liegt. Der Anstieg der Mieterlöse ist dabei im Wesentlichen auf die geplanten Neu-Akquisitionen, die Anhebung der Mietpreise je qm und eine Senkung der vergleichsweise hohen Leerstandsquoten sowohl in den neu akquirierten Objekten als auch im Bestandsportfolio zurückzuführen.

400. Die Erhöhung der Mieten je qm resultiert aus der Kopplung eines Teils der Mietverträge an den Verbraucherpreisindex sowie aus höheren erzielbaren Mieten im Fall von Neu- bzw. Anschlussvermietungen. Dabei unterstellt die Planung für das Bestandsportfolio einen Anstieg der Mieten/qm von 2,55 € im Geschäftsjahr 2021/22 um jährlich 1,6 % auf 2,67 € im Jahr 2024/25. Vor dem Hintergrund der aktuellen Inflationserwartungen erscheint diese angenommene jährliche Steigerung grds. eher konservativ. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass nur ein Teil der Mietverträge der DIG indexgebunden ist. Von diesem indexgebundenen Teil der Mietverträge partizipiert ein Anteil wiederum nicht zu 100 % an den Indexsteigerungen. Auch sehen die Mietverträge teilweise nur alle zwei Jahre eine Anpassung an die Indexentwicklung vor. Die Schwellen sind dabei auch jeweils individuell festgelegt. Des Weiteren basiert über ein Drittel der Mietverträge der DIG auf fixen oder Staffelmieten. Insgesamt erachten wir die getroffenen Annahmen zur Steigerung der Mieten/qm als moderat.
401. Die Leerstandsquote des Bestandsportfolios soll gem. der Planung von 12,7 % Geschäftsjahr 2020/21 auf 6,0 % im Jahr 2024/25 sinken. Diese Entwicklung soll dabei im Wesentlichen durch die aktive Neuvermietung bzw. Vermarktung der leerstehenden Objekte erreicht werden, die in der Vergangenheit mit vergleichsweise hohem Leerstand zu relativ niedrigen Kaufpreisen auf Basis des Ist-Vermietungsstands erworben wurden. Auf Basis unserer Analysen zu den jeweiligen Leerstandsquoten der einzelnen Portfolios der DIG erachten wir die Annahme einer Reduzierung der durchschnittlichen Leerstandsquote auf 6,0 % im Jahr 2024/25 als wenig plausibel. Grund hierfür sind die historischen Leerstandsquoten des Portfolios der DIG, die sich in den Jahren 2018/19 bis 2020/21 zwischen 11,8 % und 13,7 % bewegen, wobei sich die Leerstandsquoten im letzten Ist-Jahr gegenüber den Vorjahren noch erhöht haben. Auf dieser Basis erscheint eine Reduzierung der in der Vergangenheit gestiegenen Leerstandsquoten um über 50,0 % innerhalb der nächsten vier Jahre als überaus ambitioniert. Zudem beinhaltet das Portfolio der DIG auch verhältnismäßig alte

Liegenschaften, für die ggf. nur durch größere Modernisierungsmaßnahmen eine Reduzierung der Leerstandsquote zu erzielen wäre. Ergänzend wurden im Rahmen der Erörterung der Thematik bzgl. einer Reduzierung der Leerstandsquoten seitens der DIG auch keine konkreten Vorgehensweisen bzw. Maßnahmen genannt, die zu dieser deutlichen Reduzierung führen sollen.

402. Die Mieterlöse aus geplanten Akquisitionen wurden von der DIG auf Basis der historischen Ankaufstätigkeit geplant. Dabei geht die DIG grundsätzlich von einer Erhöhung der Ankaufspreise und einer Reduzierung der realisierbaren Renditen im Planungszeitraum aus. Die geplanten Akquisitionen führen bis zum Jahr 2024/25 zu einem Anstieg der vermieteten Gesamtfläche von rd. 975.000 Quadratmetern. Dabei sollen die Mieten/qm im Akquisitionsportfolio bis zum Jahr 2024/25 ausgehend von 3,50 € im jeweiligen Jahr der Akquise auf über 3,90 € gesteigert werden. Diese deutlich höhere Miete je qm im Vergleich zum Bestandsportfolio der DIG resultiert hauptsächlich aus im Bestandsportfolio enthaltenen Mietverträgen, die eine Miete teilweise deutlich unterhalb der marktüblichen Miete aufweisen. Zudem erwartet die DIG bis zum Jahr 2025 steigende Marktmieten auf dem für sie relevanten Markt der Light Industrials. Für die Leerstandsquote des Akquisitionsportfolios unterstellt die DIG einen Rückgang von 11,4 % im ersten Planjahr 2021/22 auf 10,8 % im letzten Detailplanungsjahr 2024/25. Dem Rückgang liegt dabei die Annahme einer Fortsetzung der historischen Akquisitionsstrategie der DIG zugrunde, wonach gezielt Immobilien mit vergleichsweise hohen Leerstandsquoten zu verhältnismäßig geringen Preisen auf Basis des Ist-Vermietungsstands akquiriert werden. Daraufhin soll durch die aktive Neuvermarktung der Objekte ein Abbau des Leerstands realisiert werden. Konkrete Maßnahmen im Rahmen der „aktiven Neuvermarktung“ wurden uns von der DIG jedoch nicht genannt, sodass wir die Plausibilität dieser Annahme nicht explizit nachvollziehen können.
403. Die von der DIG geplante Entwicklung der Mieterlöse im Detailplanungszeitraum unterstellt neben einem verhältnismäßig hohen Anteil von Mieterlösen aus der geplanten Neuakquise von Immobilien. Da die Planung der DIG nicht auf Basis der einzelnen Mietverträge oder Liegenschaften, sondern auf mehreren Portfolios basiert, die teilweise eine Vielzahl von Liegenschaften beinhalten, wurden über die einzelnen Portfolios hinweg pauschale Annahmen u.a. zu erwarteten Mietsteigerungen getroffen. Dadurch wurde implizit auch eine Anschlussvermietung von Objekten, deren bestehende Mietverträge im Planungszeitraum auslaufen, unterstellt, da die Planung auf Ebene der Portfolios jeweils von konstanten Wachstumsraten ausgeht.
404. Im Rahmen unserer Plausibilitätsbeurteilung haben wir auf Ebene der drei größten Bestandsportfolios der DIG die zum 30. September 2021 vermieteten Flächen auf Basis der bestehenden Mietverträge, unter Berücksichtigung der jeweiligen Vertragslaufzeiten, fortgeschrieben. Daraus ergibt sich bis zum Jahr 2024/25 für das wertmäßig größte Portfolio

eine Differenz von rd. 30 % zwischen den vermieteten Flächen gem. Planung und den tatsächlich vermieteten Flächen unter Berücksichtigung der auslaufenden Mietverträge. Demnach ergibt sich neben den bereits geplanten Neuakquisitionen noch ein zusätzlicher Bedarf seitens der DIG, bestehende Mietverträge zu verlängern oder neue Mieter zu akquirieren, um die geplanten Mieterlöse sowie die geplanten Leerstandsquoten erreichen zu können. Dies erachten wir insgesamt als ambitioniert.

405. Die Gesamtumsatzerlöse entwickeln sich im Planungszeitraum deutlich positiv und steigen von 62,7 Mio. € im Geschäftsjahr 2020/21 um insgesamt 66,9 Mio. € bzw. 93,7 % auf 129,6 Mio. € im Geschäftsjahr 2024/25, was im Wesentlichen auf die geplanten Akquisitionen mit einem höheren Mietniveau zurückzuführen ist. Dabei werden zu Beginn des Planungszeitraums Wachstumsraten i.H.v. 23,7 % im Jahr 2021/22 zugrunde gelegt, die sich bis zum Jahr 2024/25 sukzessive auf 16,0 % reduzieren. Insgesamt wird angenommen, dass sich die Erlöse ausgehend vom Niveau des letzten Ist-Jahres 2020/21 bis zum Ende des Detailplanungszeitraums annähernd verdoppeln. Dies entspricht einer CAGR i.H.v. 19,9 %.
406. Auf Basis der Halbjahreszahlen 2021/22 ist nach Auskunft des Managements der DIG davon auszugehen, dass die DIG ihr für das Jahr 2021/22 geplantes Akquisitionsvolumen sowie auch die daraus im aktuellen Jahr sowie den Folgejahren resultierenden Mieterlöse, voraussichtlich nicht erreichen wird. Zum aktuellen Zeitpunkt liegt der Erwartungswert der Akquisitionen für das erste Planjahr 2021/22 lediglich bei ca. der Hälfte des ursprünglich geplanten Volumens. Lt. Aussage des Managements ist eine Zielerreichung zwar immer noch möglich, erscheint jedoch ambitioniert. Sofern es der DIG nicht gelingt, ihr für das erste Planjahr erwartetes Akquisitionsvolumen nicht (zum geplanten Zeitpunkt) zu realisieren, ist nach unserer Auffassung davon auszugehen, dass auch die in den Folgejahren geplanten Akquisitionen aufgrund eines Nachholeffekts aus dem Vorjahr nicht planmäßig umgesetzt werden können. Zudem verschieben oder reduzieren sich gar die aus den Akquisitionen geplanten Mieterlöse, sofern die Transaktionen erst zu einem späteren Zeitpunkt oder ggf. gar nicht durchgeführt werden können.
407. Wir erachten vor diesem Hintergrund die den geplanten Mieterlösen zugrunde liegenden Annahmen als grundsätzlich nachvollziehbar, die Mieterlöse im Planungszeitraum der Höhe nach jedoch als ambitioniert, was ebenfalls in der nach unserer Auffassung überaus ambitioniert erscheinende Reduzierung der Leerstandsquoten im Bestandsportfolio um rd. 50 % bis zum Jahr 2024/25 begründet ist.
408. Die **Instandhaltungsaufwendungen** steigen von 5,5 Mio. € im Jahr 2020/21 bis zum Jahr 2024/25 um 7,5 Mio. € bzw. 42,9 % auf 13,0 Mio. € an, was einer CAGR i.H.v. 23,9 % entspricht. In Bezug auf die Mieterlöse steigt die Aufwandsquote von 10,8 % im Jahr 2020/21 bis zum Jahr 2023/24 um insgesamt 1,1 Prozentpunkte auf 11,9 % an. Die Aufwandsquote

der geplanten Instandhaltungsaufwendungen bezogen auf die Mieterlöse liegt oberhalb der in den letzten drei Ist-Jahre zu beobachtenden Werte. Grund für die Steigerung, ausgehend von 10,8 % im Jahr 2020/21 auf 11,9 % ab dem Jahr 2023/24 ist der Preisanstieg bei Instandhaltungsdienstleistungen und -materialien: Es wird erwartet, dass die Instandhaltungsaufwendungen aufgrund der Inflation bei Dienstleistungen und Materialien sowie der Energiepreise steigen werden. Die Verknappung von Holz und anderen Rohstoffen wirkt sich auf die Bau- und Instandhaltungsarbeiten an Gebäuden aus. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes belief sich der Anstieg der Großhandelspreise für Rohstoffe und Vorprodukte im Jahresdurchschnitt 2021 auf 9,8 %. Mittelfristig ist im Bausektor mit hohen Inflationsraten zu rechnen, langfristig mit einem anhaltend hohen Niveau. Darüber hinaus legt der Regulierungsrahmen für Gebäude in Deutschland energetische Anforderungen fest, die bei der Renovierung oder Modernisierung von Gebäuden eingehalten werden müssen. Zukünftig ist von einer weiteren Verschärfung dieser Anforderungen und damit ebenfalls mit weiterhin ansteigenden Kosten zu rechnen.

409. Vor diesem Hintergrund erachten wir den geplanten Anstieg der Aufwandsquote der Instandhaltungsaufwendungen für verhältnismäßig gering. Zudem gehen aus dem jährlichen Bewertungsgutachten von CBRE durchschnittliche Instandhaltungsaufwendungen je qm hervor, aus denen sich ein höherer Instandhaltungsaufwand für das Portfolio der DIG ableiten lässt. Bezogen auf die geplante Flächenentwicklung der DIG ergeben sich daraus sowohl absolut als auch relativ betrachtet deutlich höhere Instandhaltungsaufwendungen, wobei sich die Quote in einer Bandbreite von 16,5 % bis 18,9 % bezogen auf die Mieterlöse bewegt. Da die DIG auch im Rahmen ihrer Bilanzplanung keine Instandhaltungsinvestitionen geplant hat, baut sich daraus über den Planungszeitraum implizit ein Instandhaltungs- und Reparaturstau auf, der langfristig aufgeholt werden muss. Insgesamt erachten wir einen geplanten Anstieg der Instandhaltungsaufwendungen sowie eine Erhöhung der Aufwandsquote als sachgerecht. Die geplante Steigerung der Aufwandsquote fällt u.E. jedoch auf Basis der beschriebenen Effekte sehr gering aus, sodass zumindest langfristig der Ansatz höherer Instandhaltungsaufwendungen sachgerecht wäre. Hierzu verweisen wir auf unsere Ausführungen und Analysen in Kapitel D.IV.1.f).
410. Die **umlagefähigen sowie die nicht umlagefähigen Betriebskosten** steigen von 11,2 Mio. € bzw. 6,0 Mio. € im Geschäftsjahr 2020/21 auf 20,8 Mio. € bzw. 12,5 Mio. € im Planjahr 2024/25 an. Für die umlagefähigen Betriebskosten geht die DIG im Planungszeitraum von einer Reduzierung der Aufwandsquote im Vergleich zur Vergangenheit aus. Demnach reduziert sich die Aufwandsquote der umlagefähigen Betriebs- und Nebenkosten von 21,9 % im Jahr 2020/21 im ersten Planjahr um 3,6 Prozentpunkte auf 18,3 % und steigt bis zum Jahr 2023/24 um 0,8 Prozentpunkte auf 19,1 % an. Für die nicht umlagefähigen Betriebskosten geht die DIG ebenfalls insgesamt von einer leichten Reduzierung der Aufwandsquote aus. Ausgehend vom Jahr 2020/21 reduziert sich die Aufwandsquote von 11,8 % auf 11,0 % im

Jahr 2021/22 und steigt dann bis zum Jahr 2023/24 um 0,5 Prozentpunkte auf 11,5 % an. Insgesamt liegt die Aufwandsquote der umlagefähigen und nicht umlagefähigen Betriebs- und Nebenkosten innerhalb der Bandbreite der Vergangenheit. Die geplante absolute Steigerung ist im Wesentlichen auf die Akquisitionsstrategie der DIG und die damit einhergehende höhere Anzahl an Immobilien zurückzuführen.

411. Insgesamt steigen die **Bewirtschaftungsaufwendungen** von 22,7 Mio. € im Jahr 2020/21 bis zum Planjahr 2024/25 um insgesamt 23,6 Mio. € bzw. 103,9 % auf 46,3 Mio. € an. Dies entspricht einer CAGR i.H.v. 19,5 %. Dabei geht die Aufwandsquote, bezogen auf die Umsatzerlöse, von 36,2 % im Jahr 2020/21 um 1,8 Prozentpunkte im ersten Planjahr zurück und steigt daraufhin bis zum Jahr 2023/24 wieder um 1,3 Prozentpunkte auf 35,7 % an. Demnach unterstellt die DIG im Rahmen der Planung eine im Vergleich zum letzten Ist-Jahr insgesamt leicht verbesserte Kostenstruktur.
412. Das **Vermietungsergebnis** steigt entsprechend von 40,0 Mio. € im Jahr 2020/21 bis zum Jahr 2024/25 um 43,4 Mio. € bzw. um 108,4 % auf 83,4 Mio. €, was einer CAGR i.H.v. 20,1 % entspricht. Die Marge in Bezug auf die Umsatzerlöse steigt im ersten Planjahr von 63,8 % um 1,8 Prozentpunkte auf 65,6 % an und reduziert sich bis zum Jahr 2023/24 wieder um 1,3 Prozentpunkte auf 64,3 %. Damit liegt die Marge innerhalb der Bandbreite der letzten beiden Ist-Jahre. Die Reduzierung der Vermietungsergebnis-Marge geht dabei auf die Erhöhung der Aufwandsquoten der Instandhaltungsaufwendungen sowie der nicht umlagefähigen Betriebs- und Nebenkosten zurück. Insgesamt ergibt sich auf Basis dieser Effekte im Detailplanungszeitraum eine durchschnittliche Marge des Vermietungsergebnisses i.H.v. 64,8 %, die zwar im Bereich der historisch beobachteten Werte liegt, jedoch darüber hinaus keine Verbesserung vorsieht.
413. Die sich aus dem Vermietungsergebnis und dem Wert des Immobilienvermögens ergebende Netto-Mietrendite beträgt im ersten Planjahr 2021/22 5,8 % und steigt um 0,2 Prozentpunkte p.a. auf 6,4 % im Jahr 2024/25 an. Damit liegen die sich im Detailplanungszeitraum ergebenden Nettomietrenditen innerhalb der historisch beobachtbaren Bandbreite der DIG, jedoch teilweise deutlich oberhalb der historischen Netto-Mietrenditen der Vergleichsunternehmen. Auf Basis unserer entsprechenden Analysen zu den Netto-Mietrenditen sowohl der DIG als auch der Peer Group zeigt sich auf Basis der letzten drei Ist-Jahre 2019 bis 2021 eine rückläufige Entwicklung der Netto-Mietrenditen. Die mittlere Netto-Mietrendite der Peer Group entwickelt sich dabei von 5,5 % im Jahr 2019 auf 4,9 % im Jahr 2021 rückläufig, die Netto-Mietrendite der DIG entwickelt sich ausgehend vom Geschäftsjahr 2018/19 von 6,3 % auf 5,4 % im Geschäftsjahr 2020/21 rückläufig.
414. Insgesamt erachten wir die geplante Entwicklung in Bezug auf das Vermietungsergebnis im Detailplanungszeitraum als grds. nachvollziehbar und nicht unangemessen, jedoch aufgrund

der Mietplanung in Bezug auf das Akquisitionsportfolio sowie unter Berücksichtigung der u.E. zu niedrig geplanten Instandhaltungsaufwendungen als durchaus ambitioniert. Die sich daraus ergebenden Netto-Mietrenditen im Detailplanungszeitraum erachten wir auf Basis der rückläufigen Entwicklung in der Vergangenheit sowie im Vergleich zu den Peer Group-Unternehmen als erreichbar, wenn auch ambitioniert. Aufgrund der hohen Nachfrage im Bereich Light Industrial-Immobilien und dem damit verbundenen und erwarteten Preisanstieg für entsprechende Objekte, den nach unserer Auffassung zu gering geplanten Instandhaltungsaufwendungen sowie auf Basis der sowohl bei der DIG als auch den Vergleichsunternehmen in der Vergangenheit rückläufigen Netto-Mietrenditen ist die sich im Jahr 2024/25 ergebende Netto-Mietrendite der DIG u.E. nicht als nachhaltig erzielbar anzusehen.

415. In Zusammenhang mit der geplanten Ausweitung des Portfolios der DIG steigt der **Personalaufwand** von 1,1 Mio. € im Jahr 2020/21 bis zum Jahr 2024/25 um 2,1 Mio. € auf 3,2 Mio. € und verdreifacht sich damit annähernd. Der Anstieg des absoluten Personalaufwands im Planungszeitraum wird vor allem durch geplante Neueinstellungen von Mitarbeitern sowie Gehaltssteigerungen begründet. Die Aufwandsquote soll sich dabei von 2,1 % im Jahr 2020/21 auf 2,9 % ab dem ersten Planjahr erhöhen. Ausgehend von einem durchschnittlichen Mitarbeiterstamm ohne Vorstände von 7 Personen im Geschäftsjahr 2020/21 ergibt sich, unter Bereinigung der teilweise erfolgsabhängigen Vorstandsvergütung, ein Personalaufwand je Mitarbeiter i.H.v. rd. 70 T€. Wir haben diese Ausgangsgröße auf Basis der Fortschreibung des Mitarbeiterstamms, unter Berücksichtigung einer moderaten jährlichen Gehaltssteigerung sowie unter Berücksichtigung einer pauschalen Steigerung der Vorstandsvergütung auf Basis der Vergangenheit grds. nachvollzogen. Ergänzend verweisen wir auf unsere eigenen Analysen hinsichtlich der Entwicklung der Personalaufwendungen im Rahmen unserer Gesamtwürdigung.
416. Die **sonstigen betriebliche Erträge** ("sbE") umfassen auskunftsgemäß Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen und periodenfremde Erträge, die insb. im ersten Planjahr aus bereits realisierten Erträgen resultieren. Für das Geschäftsjahr 2022/23 wird mit sonstigen betrieblichen Erträgen i.H.v. 0,6 Mio. € geplant, die bis zum Geschäftsjahr 2024/25 auf 0,8 Mio. € steigen sollen. Der Posten ist für die Ertragslage der DIG insgesamt jedoch von untergeordneter Bedeutung.
417. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** ("sbA") steigen im Geschäftsjahr 2021/22 plangemäß deutlich um 5,8 Mio. € auf 8,8 Mio. € an. Der Anstieg dieses Postens ist im Wesentlichen auf das Übernahmeangebot durch die CTP und die damit verbundenen Aufwendungen zurückzuführen. Ab dem Geschäftsjahr 2022/23 wurden die sbA konstant i.H.v. 5,9 % der Mieterlöse geplant. Die Steigerung im Vergleich zur Historie ist dabei im Wesentlichen auf höhere Aufwendungen zur Vermarktung leerstehender Flächen

zurückzuführen. Die sbA erachten wir auf Basis der historischen Quoten der DIG als grds. plausibel.

418. Das **EBITDA** entwickelt sich im Planungszeitraum auf Basis der beschriebenen Entwicklungen von 36,1 Mio. € im Jahr 2020/21 auf 74,6 Mio. € im Geschäftsjahr 2024/25. Die **EBITDA-Marge** sinkt im Wesentlichen aufgrund der im ersten Planjahr erwarteten Transaktionskosten um 6,1 Prozentpunkte auf 64,7 %. In den Folgejahren steigt die EBITDA-Marge aufgrund der verbesserten Aufwandsstruktur wieder an und beträgt ab dem Jahr 2023/24 68,5 %. Die sich im Detailplanungszeitraum ergebende EBITDA-Marge liegt, ohne Berücksichtigung des Sondereffekts aufgrund der CTP-Transaktion im Jahr 2021/22, am unteren Rand bzw. leicht unterhalb der historischen Bandbreite, was im Wesentlichen auf die deutliche Erhöhung der Personalaufwandsquote in Kombination mit leicht höheren sbA zurückzuführen ist. Insgesamt erachten wir die Entwicklung des EBITDA sowie die EBITDA-Marge im Detailplanungszeitraum als nachvollziehbar.
419. Die **Abschreibungen** resultieren ausschließlich aus der Abschreibung des Sachanlagevermögens. Sie sind für die Ertragslage der DIG von untergeordneter Bedeutung. Da die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien nach IFRS zum beizulegenden Zeitwert bilanziert werden, erfolgt keine planmäßige Abschreibung der Immobilien.
420. Das **EBIT** steigt ausgehend von 35,9 Mio. € im Geschäftsjahr 2020/21 auf 74,4 Mio. € im Geschäftsjahr 2024/25 an. Die **EBIT-Marge** sinkt im ersten Planjahr aufgrund der beschriebenen Aufwendungen i.Z.m. der Übernahme durch die CTP von 70,4 % um 6,9 Prozentpunkte auf 63,5 %. In den Folgejahren erholt sich die EBIT-Marge wieder und beträgt zum Ende des Detailplanungszeitraums 2024/25 68,4 %, was innerhalb der historischen Bandbreite der DIG der Jahre 2019/20 und 2020/21 liegt.
421. Das **Finanzergebnis** setzt sich aus Zinsaufwendungen für Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten, aus Unternehmensanleihen und Schuldverschreibungen sowie Zinserträgen aus Forderungen zusammen. Das Finanzergebnis soll sich gemäß Planung von -3,3 Mio. € im Geschäftsjahr 2020/21 auf -25,7 Mio. € im Geschäftsjahr 2021/22 deutlich verschlechtern. Die erhöhten **Zinsaufwendungen** des Geschäftsjahres 2021/22 resultieren im Wesentlichen aus dem einmaligen Zinsaufwand aus der Ablösung der Wandelschuldverschreibung i.H.v. -18,4 Mio. €. Des Weiteren resultieren Zinsaufwendungen aus Wandel- und Unternehmensanleihen i.H.v. -6,0 Mio. €, Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten i.H.v. -4,2 Mio. € sowie aus Erbbauzinsen i.H.v. -2,0 Mio. €. Die **Zinserträge** resultieren aus verzinslichen Darlehensforderungen. Sie betragen im Jahr 2021/22 4,8 Mio. € und reduzieren sich im Folgejahr 2022/23 auf 0,2 Mio. €. Ab dem Planjahr 2023/24 wurden von der DIG keine Zinserträge mehr geplant, da die Darlehensforderungen im Jahr 2022/23 vollständig getilgt sein werden. Ab dem Jahr 2022/23 verbessert sich das Finanzergebnis aufgrund des

negativen Einmaleffekts durch die Ablösung der Wandelschuldverschreibung im ersten Planjahr und entwickelt sich auf Basis der genannten Bestandteile in Verbindung mit den geplanten Akquisitionsfinanzierungen von Immobilien der DIG fort. Zum Ende des Detailplanungszeitraums beträgt das Finanzergebnis -13,8 Mio. €.

422. Wir haben das Finanzergebnis auf Basis eigener Analysen im Rahmen unseres Bewertungsmodells nachvollzogen und erachten die zugrunde liegenden Annahmen als plausibel.
423. Das **EBT** halbiert sich im ersten Planjahr im Vorjahresvergleich aufgrund der beschriebenen Effekte deutlich und beträgt nur noch 16,0 Mio. €. Die **EBT-Marge** reduziert sich von 64,0 % auf 24,4 %. Bis zum Jahr 2024/25 steigt das EBT auf 60,6 Mio. € an, die EBT-Marge steigt auf 55,7 % an, liegt jedoch unterhalb der EBT-Marge des letzten Ist-Jahres.
424. Solange die DIG den Status einer REIT-AG innehatte, war sie von der Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit. Bedingt durch das Übernahmeangebot der CTP ist der REIT-Status rückwirkend mit Ablauf des 31. Dezember 2021 entfallen. Seit dem 1. Januar 2022 unterliegt die DIG daher der regulären Besteuerung. Die **Ertragsteuern** der DIG setzen sich aus Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer sowie dem Solidaritätszuschlag zusammen. In der Planung setzt die DIG einen Steuersatz von rd 30,7 % auf das zu versteuernde Einkommen an. Diese Quote ergibt sich aus dem Körperschaftsteuersatz zzgl. Solidaritätszuschlag i.H.v. insgesamt 15,8 % und dem Gewerbesteuersatz von 14,8 %. Im Hinblick auf die Verschmelzung mit der CTP hat die DIG auskunftsgemäß keine detaillierte Steuerplanung vorgenommen. Allerdings geht die DIG davon aus, dass sich die Steuerbelastung auf dem Niveau deutscher Immobilienunternehmen bewegen wird und u.a. durch Nutzung des erweiterten Gewerbesteuerabzugs eine durchschnittliche Steuerquote von 10,0 % erreichen kann. Die Steuerquote bezieht sich dabei ausschließlich auf zahlungswirksame Steuern und bezieht sich auf das um das Bewertungsergebnis bereinigte IFRS-Ergebnis.
425. Im Rahmen unserer Analysen haben wir die von der DIG angenommene durchschnittliche Steuerquote ergänzend auf Plausibilität untersucht. Dazu haben wir das bereinigte IFRS-Ergebnis vor Steuern auf Basis vereinfachender Annahmen, die im Wesentlichen die Berücksichtigung von Abschreibungen auf das Investment Property beinhalten, auf die steuerliche Bemessungsgrundlage übergeleitet. Auf die sich daraus ergebende Bemessungsgrundlage haben wir daraufhin die nominellen Steuersätze angewendet.
426. Unter Berücksichtigung der regulären Ertragsteuersätze hat sich daraus im Planungszeitraum ein effektiver Steuersatz von durchschnittlich rd. 12 % ergeben, der über dem pauschalen Steuersatz i.H.v. 10,0 % liegt. Da auskunftsgemäß keine konkreten Anhaltspunkte für die Möglichkeit der Nutzung des erweiterten Gewerbesteuerabzugs vorliegen, haben wir diesen

in unseren Berechnungen nicht berücksichtigt. Auf Basis unserer Analysen erachten wir den von der DIG pauschal angenommenen Steuersatz daher als vertretbar.

427. Insgesamt ergibt sich im ersten Planjahr 2021/22 ein **Jahresüberschuss** der DIG i.H.v. 13,5 Mio. €, der bis zum Jahr 2024/25 auf 54,6 Mio. € ansteigt. Die Umsatzrendite bezogen auf die Mieterlöse beträgt dabei im Jahr 2021/22 20,7 % und steigt bis zum Jahr 2024/25 auf 50,1 % an.
428. Die **Bilanzplanung** sowie die von ValueTrust vorgenommenen Anpassungen in der Detailplanungsphase, betreffend die Bereinigung der Bewertungseffekte im Immobilienvermögen sowie die Bereinigung der Verbindlichkeiten aus latenten Steuern, haben wir nachvollzogen.
429. Im Rahmen eigener ergänzender Analysen haben wir jedoch noch zwei weitere Anpassungen vorgenommen. Im Rahmen der Planung wurden die Erbbauverbindlichkeiten von ValueTrust nicht als Finanzverbindlichkeiten und somit nicht im Rahmen der Ermittlung des Verschuldungsgrads berücksichtigt. Da es sich bei den Erbbauverbindlichkeiten jedoch gem. IFRS 16 um eine verzinsliche Verbindlichkeit aus einem Leasingverhältnis und damit um eine Finanzverbindlichkeit handelt, ist diese in den Verschuldungsgrad der DIG einzubeziehen. Die zweite Anpassung betrifft die Berücksichtigung der zur Veräußerung gehaltenen langfristigen Vermögenswerte. Gem. GB 2020/21 der DIG wurden über das entsprechende Vermögen bereits zum Ende des Jahres 2021 Kaufverträge geschlossen, die Kaufpreiszahlungen wurden jedoch noch nicht getätigt. Im Rahmen der Planung hat ValueTrust die zur Veräußerung gehaltenen langfristigen Vermögenswerte daher über den gesamten Planungszeitraum vereinfachend konstant fortgeschrieben. Da es sich um Vermögenswerte mit Veräußerungsabsicht handelt und die Kaufverträge bereits geschlossen sind, ist nach unserer Auffassung mit einem Abgang der Vermögenswerte durch Kaufpreiszahlung im ersten Planjahr auszugehen. Im Rahmen unserer eigenen ergänzenden Analysen haben wir daher einerseits die Erbbauverbindlichkeiten bei der Ermittlung des Verschuldungsgrads der DIG berücksichtigt und andererseits einen Abgang der zur Veräußerung gehaltenen langfristigen Vermögenswerte im ersten Planjahr unterstellt.
430. Die Anpassungen führen insgesamt zu einem leicht niedrigeren Ertragswert der DIG und sind somit für die Angemessenheit der Barabfindung nicht relevant.

d) Plananpassungen

431. Im Rahmen der Bewertung hat ValueTrust die Planungsrechnung der DIG, bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und zugehöriger Kapitalflussrechnung, übernommen. Die Bewertungsergebnisse der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien aus der

Anpassung des beizulegenden Zeitwerts sowie die hieraus resultierenden latenten Steueraufwendungen hat ValueTrust bereinigt. Die Bereinigungen bzw. Anpassungen sind in der dargestellten Plan-GuV aus Gründen der Übersichtlichkeit bereits berücksichtigt.

432. Neben den genannten Anpassungen hat ValueTrust die Planungsrechnung der DIG („Detailplanungszeitraum“) um eine Konvergenzphase ergänzt, welche die Jahre 2025/26 bis 2028/29 umfasst, woran sich ein nachhaltiges Ergebnis ab dem Jahr 2029/30 anschließt. In ihrer gutachtlichen Stellungnahme hat ValueTrust die Konvergenzphase und das nachhaltige Ergebnis barwertäquivalent umgerechnet und dargestellt. Aus Gründen der Nachvollziehbarkeit werden wir im Rahmen unserer Analysen die GuV-Planung im Konvergenzzeitraum vollständig darstellen und erläutern.

e) Konvergenzphase und nachhaltiges Ergebnis

433. Da sich die DIG zum Ende des Detailplanungszeitraums im Geschäftsjahr 2024/25 noch nicht in dem für den Ansatz der ewigen Rente erforderlichen eingeschwungenen Zustand befindet, hat ValueTrust im Rahmen der Bewertung der DIG den Detailplanungszeitraum um eine Konvergenzphase ergänzt, welche die Jahre 2025/26 bis 2028/29 und ein nachhaltiges Ergebnis ab dem Jahr 2029/30 umfasst. In der Konvergenzphase wurden das Umsatzwachstum und die Margen geplant. Eine detaillierte Planung einzelner Aufwandspositionen erfolgte hingegen nicht. Die nachhaltige Wachstumsrate hat ValueTrust i.H.v. 2,0 % ermittelt. Im Rahmen der Konvergenzphase leitet ValueTrust die Wachstumsraten der DIG auf dieses nachhaltige Niveau über, sodass zum Ende der Konvergenzphase im Jahr 2028/29 das nachhaltige Wachstumsniveau erreicht wird.

434. Folgende Tabelle stellt die Plan-GuV in der Konvergenzphase sowie das nachhaltige Ergebnis gem. der Bewertung von ValueTrust dar.

DIG	Plan	Konv	Konv	Konv	Konv	Konv
Plan-GuV	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	ab 2029/30
bereinigt, nach IFRS	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Mieterlöse	108,8	119,1	127,5	133,5	136,2	138,9
Wachstum in %	16,0	9,4	7,1	4,7	2,0	2,0
Erlöse aus Betriebs- und Nebenkosten	20,8	22,8	24,4	25,5	26,0	26,5
Wachstum in %	16,0	9,4	7,1	4,7	2,0	2,0
Umsatzerlöse	129,6	141,9	151,9	159,0	162,2	165,5
Wachstum in %	16,0	9,4	7,1	4,7	2,0	2,0
Instandhaltungsaufwendungen	-13,0	-14,2	-15,2	-15,9	-16,2	-16,5
in % der Mieterlöse	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9
umlagefähige Betriebs- u. Nebenkosten	-20,8	-22,8	-24,4	-25,5	-26,0	-26,6
in % der Mieterlöse	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1
nicht umlagefähige Betriebs- u. Nebenkosten	-12,5	-14,0	-15,4	-16,5	-16,8	-17,1
in % der Mieterlöse	11,5	11,8	12,0	12,3	12,3	12,3
Bewirtschaftungsaufwendungen	-46,3	-51,0	-54,9	-57,9	-59,1	-60,2
in % der Mieterlöse	42,5	42,8	43,1	43,4	43,4	43,4
Vermietungsergebnis	83,4	90,9	97,0	101,1	103,2	105,2
in % der Mieterlöse	76,6	76,3	76,0	75,7	75,7	75,7
Personalaufwand	-3,2	-3,5	-3,7	-3,9	-4,0	-4,0
in % der Mieterlöse	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
sonstige betriebliche Erträge	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
in % der Mieterlöse	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-6,4	-7,0	-7,5	-7,8	-7,9	-8,1
in % der Mieterlöse	5,9	5,9	5,9	5,8	5,8	5,8
EBITDA (bereinigt)	74,6	81,3	86,7	90,5	92,3	94,1
in % der Mieterlöse	68,5	68,3	68,0	67,8	67,8	67,8
Abschreibungen	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
in % der Mieterlöse	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
EBIT (bereinigt)	74,4	81,1	86,6	90,3	92,1	93,9
in % der Mieterlöse	68,4	68,1	67,9	67,6	67,6	67,6
Finanzergebnis	-13,8	-14,0	-17,0	-22,8	-24,0	-24,5
EBT (bereinigt)	60,6	67,1	69,6	67,5	68,1	69,4
in % der Mieterlöse	55,7	56,3	54,5	50,5	50,0	50,0
Unternehmenssteuern	-6,1	-6,7	-7,0	-6,7	-6,8	-6,9
Jahresüberschuss	54,6	60,4	62,6	60,7	61,3	62,5
in % der Mieterlöse	50,1	50,7	49,1	45,5	45,0	45,0

Quelle: ValueTrust; IVA-Darstellung

Tabelle 21: Plan-GuV der DIG in der Konvergenzphase und nachhaltig

435. Die **Mieterlöse** steigen von 108,8 Mio. € im letzten Detailplanungsjahr auf 133,5 Mio. € im Jahr 2027/28. Die Wachstumsrate der Mieterlöse reduziert sich von 16,0 % im letzten Detailplanungsjahr sukzessive auf ein nachhaltiges Niveau i.H.v. 2,0 % ab dem Jahr 2028/29.

Die Entwicklung der Mieterlöse basiert dabei auf den angenommenen Wachstumsraten des Immobilienvermögens durch die in der Konvergenzphase angenommenen Akquisitionen. Entsprechend wachsen die Gesamt-Mieterlöse in der Konvergenzphase mit der gleichen Wachstumsrate, die sich auf Basis der Fortschreibung des Immobilienvermögens unter Berücksichtigung der Akquisitionen ergibt. Eine detaillierte Planung auf Basis der einzelnen Portfolien der DIG erfolgte im Rahmen der Konvergenzphase nicht. Die Erlöse aus Betriebs- und Nebenkosten hat ValueTrust auf Basis des Verhältnisses zu den Mieterlösen des letzten Detailplanungsjahres i.H.v. 19,1 % konstant fortgeschrieben. Wir erachten die Fortschreibung der Mieterlöse bzw. der Umsatzerlöse im Rahmen der Konvergenzphase sowie die zugrunde liegenden Annahmen als nachvollziehbar und plausibel.

436. Die **Bewirtschaftungsaufwendungen** ergeben sich im Rahmen der Konvergenzphase grundsätzlich als Residualgröße zwischen Umsatzerlösen und Vermietungsergebnis. Das Vermietungsergebnis hat ValueTrust auf Basis der angenommenen Nettomietrendite des jeweiligen Jahres und des jeweiligen durchschnittlichen Buchwerts des Immobilienvermögens ermittelt. Das Vermietungsergebnis entwickelt sich demnach auf Basis der vorgegebenen Nettomietrendite des jeweiligen Jahres und steigt von 83,4 Mio. € im letzten Detailplanungsjahr 2024/25 um insgesamt 17,7 Mio. € bzw. 21,3 % auf 101,1 Mio. € im Jahr 2027/28. Ab dem Jahr 2028/29 wächst das Vermietungsergebnis analog den Umsatzerlösen in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate von 2,0 % p.a. Die Marge sinkt dabei leicht von 64,3 % im letzten Detailplanungsjahr um 0,7 Prozentpunkte auf 63,6 % ab dem Jahr 2027/28, was die Annäherung der Nettomietrendite auf das nachhaltige Niveau widerspiegelt.
437. Innerhalb der **Bewirtschaftungsaufwendungen** hat ValueTrust die **Instandhaltungsaufwendungen** i.H.v. 11,9 % der Mieterlöse konstant geplant. Die Aufwandsquote entspricht dabei der Höhe im Detailplanungszeitraum. Die **umlagefähigen Betriebs- und Nebenkosten** hat ValueTrust i.H.v. 19,1 % der Mieterlöse angenommen, was ebenfalls der Aufwandsquote zum Ende des Detailplanungszeitraums entspricht. Die **nicht umlagefähigen Betriebs- und Nebenkosten** steigen im Konvergenzzeitraum überproportional zu den Umsatzerlösen an. Die Aufwandsquote steigt dabei von 11,5 % im letzten Detailplanungsjahr um insgesamt 0,8 Prozentpunkte auf 12,3 % ab dem Jahr 2027/28 an.
438. Wir haben die von ValueTrust getroffenen Annahmen zum **Vermietungsergebnis** nachvollzogen und erachten die gewählte Vorgehensweise, insb. die Annahmen zum Rückgang der Nettomietrendite sowie zu den einzelnen Posten der Bewirtschaftungsaufwendungen grundsätzlich als plausibel. In Bezug auf die Höhe der nachhaltigen Instandhaltungsaufwendungen verweisen wir auf unsere Ausführungen zur nachhaltigen Reinvestitionsrate des Immobilienvermögens.

439. Der **Personalaufwand** sowie die **sbE** und **sbA** wurden von ValueTrust mit einer konstanten Quote, bezogen auf die Mieterlöse, fortgeschrieben. Für die sbA hat ValueTrust dabei, im Vergleich zur Detailplanungsphase, eine leichte Verbesserung der Aufwandsquote von 5,9 % um 0,1 Prozentpunkt auf 5,8 % unterstellt.
440. Das **EBITDA** entwickelt sich von 74,6 Mio. € im letzten Detailplanungsjahr auf 92,3 Mio. € im Jahr 2028/29 und beträgt nachhaltig 94,1 Mio. €. Die **EBITDA-Marge** entwickelt sich von 68,5 % im Jahr 2024/25 bis zum Jahr 2027/28 um 0,7 Prozentpunkte auf 67,8 % rückläufig, was der Entwicklung der Marge aus dem Vermietungsergebnis entspricht und im Wesentlichen auf die Erhöhung der Aufwandsquote der POE zurückzuführen ist. Die EBITDA-Marge entspricht dabei ab dem Jahr 2027/28 der mittleren EBITDA-Marge der DIG im Detailplanungszeitraum.
441. Die **Abschreibungen** bleiben im Konvergenzzeitraum annähernd konstant i.H.v. 0,2 Mio. €. Die Aufwandsquote, bezogen auf die Mieterlöse, vermindert sich dabei leicht von 0,2 % auf 0,1 %.
442. Auf Basis der beschriebenen Annahmen ergibt sich im Jahr 2025/26 ein **EBIT** i.H.v. 81,1 Mio. €, das bis zum Jahr 2028/29 um 11,9 Mio. € bzw. 13,5 % auf 92,1 Mio. € ansteigt und nachhaltig 93,9 Mio. € beträgt. Die **EBIT-Marge** reduziert sich analog der EBITDA-Marge leicht von 68,4 % im letzten Jahr des Detailplanungszeitraums um 0,8 Prozentpunkte auf 67,6 % ab dem Jahr 2027/28. Die nachhaltige EBIT-Marge liegt innerhalb der Bandbreite im Detailplanungszeitraum, jedoch unterhalb der historischen Margen der Jahre 2018/19 bis 2020/21. Die Verschlechterung der Marge ist dabei ausschließlich auf die Reduzierung der Nettomietrendite zurückzuführen. Insgesamt erachten wir die Entwicklung des EBIT sowie der EBIT-Marge im Konvergenzzeitraum und nachhaltig als plausibel.
443. Das **Finanzergebnis** resultiert aus den von ValueTrust angenommenen Entwicklungen der entsprechenden Finanzverbindlichkeiten. Die Zinsaufwendungen setzen sich analog der Detailplanungsphase aus Zinsaufwendungen für Unternehmensanleihen und Schuldverschreibungen sowie Zinsen für kurz- und langfristige Bankverbindlichkeiten zusammen. In Bezug auf die Verzinsung dieser Finanzverbindlichkeiten hat ValueTrust nachhaltig einen Zinssatz i.H.v. 2,6 % p.a. angenommen. Diesen Zinssatz hat ValueTrust auf Basis von Forward Rates für Unternehmen mit einem Fremdkapital-Rating von BB+ unter Berücksichtigung der entsprechenden Laufzeiten abgeleitet. Im Rahmen der Konvergenzphase leitet ValueTrust die jeweiligen Zinssätze der Finanzverbindlichkeiten gem. Planung der DIG auf dieses nachhaltige Niveau über. Im Rahmen unserer Analysen haben wir die Bestände der Finanzverbindlichkeiten, die jeweiligen Zinssätze sowie die daraus resultierenden Zinsaufwendungen nachvollzogen und erachten die Ableitung des Finanzergebnisses grds. als plausibel. Allerdings wurden von ValueTrust in der

- Konvergenzphase keine Zinsaufwendungen aus den Erbbaurecht-Verbindlichkeiten der DIG berücksichtigt. Diese sind nach unserer Auffassung auch in der Konvergenzphase und nachhaltig zu berücksichtigen, da die entsprechenden Verträge zum Bewertungsstichtag auskunftsgemäß noch eine durchschnittliche Restlaufzeit von über 40 Jahren aufweisen.
444. Die **Unternehmenssteuern** wurden analog der Detailplanungsphase auf Basis eines Steuersatzes i.H.v. 10,0 %, bezogen auf das IFRS-EBT, abgeleitet.
445. In der Konvergenzphase ergibt sich daraus im Jahr 2025/26 ein **Jahresüberschuss** i.H.v. 60,4 Mio. €, der bis zum Jahr 2028/29 auf 61,3 Mio. € ansteigt und nachhaltig 62,5 Mio. € beträgt. Die Umsatzrendite sinkt von 50,1 % im letzten Detailplanungsjahr um 5,1 Prozentpunkte auf 45,0 % ab dem Jahr 2028/29.
446. Insgesamt erachten wir die GuV-Planung in der Konvergenzphase als nachvollziehbar und plausibel.
447. Die **Fortschreibung der Bilanz** basiert hinsichtlich des **Immobilienvermögens** auf der Annahme, dass ab dem Jahr 2025/26 das Flächenwachstum auf ein nachhaltiges Niveau konvergiert. Entsprechend hat ValueTrust das Wachstum des Bilanzpostens im letzten Detailplanungsjahr i.H.v. 12,2 % bis zum Jahr 2028/29 auf das nachhaltige Niveau i.H.v. 2,0 % übergeleitet. Ab dem Jahr 2028/29 wurden keine weiteren Akquisitionen mehr geplant. Demnach beinhaltet das Wachstum dieses Bilanzpostens i.H.v. 2,0 % ab dem Jahr 2028/29 lediglich Unterhaltsinvestitionen in das bestehende Vermögen, wodurch implizit eine wirtschaftliche Nutzungsdauer des Immobilienvermögens von 50 Jahren unterstellt wird.
448. Aufgrund der Nicht-Berücksichtigung planmäßiger Abschreibungen auf das Immobilienvermögen aufgrund des Fair Value-Ansatzes nach IFRS kann die bilanzielle, nachhaltige Reinvestitionsrate in das Immobilienvermögen nur in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate des Bilanzpostens berücksichtigt werden, was einem Betrag i.H.v. 34,6 Mio. € entspricht. Im Fall der DIG resultiert daraus eine durchschnittliche Nutzungsdauer des Immobilienbestands von 50 Jahren.
449. Die **übrigen Aktivposten** wurden von ValueTrust vereinfachend konstant oder in Abhängigkeit der Gesamtumsatzerlöse fortgeschrieben. Den Bestand an operativen liquiden Mitteln leitet ValueTrust im Rahmen der Konvergenzphase auf ein nachhaltiges Niveau i.H.v. 1,9 % der Bilanzsumme über. Die Quote orientiert sich dabei an den Mittelbeständen der Peer Group sowie an den historischen und von der DIG geplanten Liquiditätsbeständen.
450. Die **Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten** entwickeln sich auf Basis der von ValueTrust in der Konvergenzphase unterstellten Zunahme des Immobilienvermögens. Dabei wurde grds.

unterstellt, dass Akquisitionen zum Immobilienportfolio in etwa hälftig fremdfinanziert werden. Entsprechend steigen die Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten im Vergleich zum letzten Jahr der Detailplanungsphase weiter an. Nachhaltig wurde für die verzinlichen Verbindlichkeiten ein Wachstum in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate von 2,0 % unterstellt. Wir haben die geplante Entwicklung der kurz- und langfristigen Bankverbindlichkeiten auf Basis eigener Analysen nachvollzogen und erachten die zugrunde liegenden Annahmen, insb. im Hinblick auf die Entwicklung des LTV, als plausibel.

451. Die **übrigen Passivposten** wurden von ValueTrust vereinfachend konstant oder in Abhängigkeit der Gesamtumsatzerlöse fortgeschrieben. Ab dem Jahr 2028/29 beträgt das Wachstum aller Bilanzposten einheitlich 2,0 %.

f) Gesamtwürdigung und Anpassung der Planannahmen

452. Im Rahmen unserer Analysen haben wir uns intensiv mit der Planungsrechnung der DIG sowie der von ValueTrust getroffenen Annahmen im Rahmen der Konvergenzphase auseinandergesetzt. Zur Plausibilisierung haben wir die historische Entwicklung der DIG analysiert und diese den Ergebnissen unserer Marktanalysen sowie den Kennzahlen der Wettbewerber gegenübergestellt. Zudem haben wir die geplanten Mieterlöse den sich auf Basis einer aktuellen Mieterliste der DIG sowie den zugrunde liegenden Restlaufzeiten ergebenden Mieterlösen gegenübergestellt, woraus sich neben den geplanten Neuakquisitionen von Immobilien ein nicht unwesentlicher zusätzlicher Akquisitionsbedarf im Rahmen der Anschlussvermietung ergibt. Das geplante Akquisitionsvolumen haben wir auf Basis der historischen Akquisitionen der DIG sowie auf Basis von Marktdaten eingeordnet und erachten die Planung der Umsatzerlöse der DIG, auch vor dem Hintergrund des zum 31. März 2022 unter Plan liegenden Akquisitionsvolumens als nachvollziehbar, jedoch ambitioniert.
453. Das Vermietungsergebnis wird im Planungszeitraum durch die Annahme einer steigenden Aufwandsquote der Bewirtschaftungsaufwendungen geprägt, die im Wesentlichen durch einen Anstieg der geplanten Instandhaltungsaufwendungen sowie der nicht umlagefähigen Betriebs- und Nebenkosten begründet ist. Der Anstieg der Aufwandsquoten berücksichtigt dabei die bereits eingetretenen sowie weiterhin erwarteten deutlichen Preissteigerungen im Bausektor sowie das auch langfristig erwartete hohe Preisniveau, das sich unmittelbar u.a. auf die Kosten für Instandhaltung des Immobilienportfolios der DIG auswirkt. Die nachhaltige Vermietungsergebnis-Marge beträgt 63,6 % und liegt damit unterhalb der Marge im Detailplanungszeitraum. Insgesamt erachten wir die Entwicklung des Vermietungsergebnisses sowie den geplanten Rückgang der Marge aufgrund steigender Roh- und Baustoffpreise, deren Anstieg überproportional zum Anstieg des Mietniveaus ausfällt, grundsätzlich als plausibel. Nach unserer Auffassung ist es jedoch notwendig, zur

vollständigen Abbildung des u.E. notwendigen nachhaltigen Reinvestitionsbetrags die nachhaltigen Instandhaltungsaufwendungen zu erhöhen.

454. Die sich im Planungszeitraum auf Basis des Vermietungsergebnisses und des durchschnittlichen Immobilienbestands ergebende Nettomietrendite steigt im Detailplanungszeitraum auf ein vergleichsweise hohes Niveau an, das auf Basis unserer Analysen deutlich über dem Durchschnitt sowie am oberen Ende der historischen Netto-Mietrenditen der Vergleichsunternehmen liegt. Auf Basis unserer entsprechenden Analysen zu den Netto-Mietrenditen als auch den EPRA Nettoanfangsrenditen sowohl der DIG als auch der Peer Group zeigt sich auf Basis der letzten drei Ist-Jahre 2019 bis 2021 eine rückläufige Entwicklung der Netto-Mietrenditen. Die mittlere Netto-Mietrendite der Peer Group entwickelt sich dabei von 5,3 % im Jahr 2019 auf 4,9 % im Jahr 2021 rückläufig, die Netto-Mietrendite der DIG entwickelt sich ausgehend vom Geschäftsjahr 2018/19 von 7,5 % auf 5,7 % im Geschäftsjahr 2020/21. Vergleichbare Relationen zwischen der DIG und den Vergleichsunternehmen ergeben sich auch auf Basis unserer Analysen zur EPRA Nettoanfangsrendite. Zudem ergibt sich aus dem jährlichen Bewertungsgutachten von CBRE ebenfalls eine niedrigere Nettomietrendite für das Immobilienportfolio der DIG. Aus diesem Grund erachten wir die Vorgehensweise von ValueTrust, die Nettomietrendite im Rahmen der Konvergenzphase auf ein nachhaltiges Niveau von 6,0 % zu reduzieren, als plausibel.
455. Für den Personalaufwand geht die DIG im Rahmen ihrer Planung von einer überdurchschnittlichen Steigerung aus, die sich im Wesentlichen durch den Personalaufbau und Gehaltssteigerungen ergeben soll. Die Personalaufwandsquote soll sich im Planungszeitraum von 2,1 % im Jahr 2020/21 auf 2,9 % ab dem ersten Planjahr erhöhen. Im Rahmen einer Abstimmung mit der DIG wurde uns jedoch mitgeteilt, dass sich der Mitarbeiterstamm zum Ende des zweiten Quartals 2021/22 halbiert habe, da es keine eigenen Vorstände der DIG mehr gebe, sondern diese Position in Personalunion von der CTP gestellt werden. Im Rahmen unserer eigenen Berechnungen haben wir daraufhin den geplanten Personalaufwand auf Basis des letzten Ist-Jahres, unter Bereinigung der Vorstandsvergütungen, fortgeschrieben. Dabei haben wir eine moderate Gehaltssteigerung sowie die von der DIG angenommenen Personalzuwächse unterstellt. Insgesamt ergibt sich daraus ein niedrigerer Personalaufwand, der zu einer Verbesserung der EBITDA- und EBIT-Marge sowie einer Erhöhung des Unternehmenswertes der DIG führt.
456. Die EBITDA- sowie die EBIT-Marge sind im Planungszeitraum durch einen Rückgang geprägt, der einerseits auf den Anstieg der Aufwandsquote der Bewirtschaftungsaufwendungen sowie andererseits auf einen deutlichen Anstieg der Personalaufwandsquote ab dem ersten Planjahr zurückzuführen ist. Im Vergleich zu den für die Peer Group-Unternehmen auf Basis von Analystenschätzungen erwarteten EBITDA-Margen liegt die EBITDA-Marge der DIG unterhalb dieser Bandbreite. Dies entspricht jedoch ebenfalls der Historie der DIG. Bei Betrachtung der

Jahre 2019 bis 2021 zeigt sich ebenfalls eine unterhalb der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen liegende EBITDA-Marge der DIG. Demnach konnte die DIG bereits in der Vergangenheit in Bezug auf das EBITDA nicht an die Rentabilität der Vergleichsunternehmen heranreichen. Ein wesentlicher Grund hierfür ist dabei die hohe Leerstandsquote der DIG, die teilweise deutlich oberhalb der Leerstandsquoten der Vergleichsunternehmen liegt. Mit Ausnahme von Sirius liegen die Leerstandsquoten der Peer Group zum 30. September bzw. 31. Dezember 2021 in einer Bandbreite von 0,0 % bis 5,3 % und damit deutlich unterhalb der Leerstandsquote der DIG. Auch unter Berücksichtigung der von uns als sehr ambitioniert erachteten geplanten Reduzierung der Leerstandsquote auf rd. 6 % bis zum Jahr 2024/25 liegt diese ebenfalls noch, mit Ausnahme eines Unternehmens, oberhalb der Quoten der Peer Group-Unternehmen. Dabei handelt es sich um die Gesellschaft Sirius Real Estate, die eine mit der DIG vergleichbare Leerstandsquote aufweist und ebenfalls eine mit der DIG vergleichbare EBITDA-Marge erzielt.

457. Da davon auszugehen ist, dass auch die Vergleichsunternehmen eine zukünftige Verbesserung ihrer Leerstandsquoten erwarten, ist auch zukünftig von einer ähnlichen Differenz auszugehen. Neben dem wesentlichen Effekt aufgrund der Leerstandsquote führen auch bei den Vergleichsunternehmen anzunehmende höhere Skaleneffekte im Vergleich zur DIG sowie die höheren Instandhaltungsaufwendungen aufgrund der Altersstruktur des Portfolios der DIG im Planungszeitraum zu einer geringeren EBITDA- bzw. EBIT-Marge.
458. Auf Basis der uns von der DIG gegebenen Informationen zur aktuellen Entwicklung des Mitarbeiterstamms haben wir den Personalaufwand im Planungszeitraum reduziert. Im Ergebnis resultiert daraus eine höhere EBITDA- sowie ebenfalls eine höhere EBIT-Marge der DIG, die auf dem historischen Niveau der DIG liegt.
459. Die dem Finanzergebnis zugrunde liegenden Annahmen haben wir nachvollzogen. Im Rahmen unserer Analysen haben wir jedoch festgestellt, dass in der Konvergenzphase keine Zinsaufwendungen aus den Erbbaurecht-Verbindlichkeiten berücksichtigt wurden. Da wir auf Basis der langen Restlaufzeit der Verbindlichkeiten auch eine Berücksichtigung der entsprechenden Zinsaufwendungen als naheliegend und plausibel erachten, haben wir diesen Sachverhalt im Rahmen unserer eigenen Berechnungen korrigiert. Die Anpassung führt dabei c.p. zu einer Reduzierung des Unternehmenswerts der DIG.
460. Den im Rahmen der Planung angenommenen pauschalen Steuersatz i.H.v. 10,0 % erachten wir auf Basis eigener Analysen als nachvollziehbar und plausibel.
461. Insgesamt erachten wir die GuV-Planung in der Detailplanungs- und Konvergenzphase, unter Berücksichtigung der von uns vorgenommenen Anpassungen in Bezug auf die Erhöhung der

nachhaltigen Instandhaltungsaufwendungen sowie der Berücksichtigung von Zinsaufwendungen i.Z.m. Erbbaurecht-Verbindlichkeiten, als nachvollziehbar und plausibel.

462. Die Bilanzplanung sowie die von ValueTrust vorgenommenen Anpassungen, betreffend die Eliminierung der Effekte aus dem Bewertungsergebnis, haben wir nachvollzogen und erachten diese als plausibel.
463. Auf Basis unserer Analysen sowie der Bewertung des Immobilienportfolios der DIG durch CBRE erscheint für das Immobilienvermögen der DIG eine Nutzungsdauer zwischen 30 und 40 Jahren als naheliegend. Um diese Nutzungsdauer sachgerecht abzubilden, ergibt sich eine im Vergleich zu ValueTrust höhere nachhaltige Reinvestitionsrate. Zur vollständigen Abbildung dieses u.E. notwendigen Reinvestitionsbetrags haben wir in unseren Berechnungen den das nachhaltige Bilanzwachstum übersteigenden Betrag bei den nachhaltigen Instandhaltungsaufwendungen berücksichtigt und diese entsprechend erhöht. Unter Berücksichtigung dieses Effekts ergibt sich ein signifikant niedrigerer Unternehmenswert der DIG.
464. Ergänzend haben wir im Rahmen unserer eigenen Analysen drei weitere Anpassungen an der Bilanzplanung bzw. -fortschreibung vorgenommen. Dies betrifft einen unterstellten Abgang der zur Veräußerung gehaltenen langfristigen Vermögenswerte im ersten Planjahr, die Berücksichtigung der Erbbaurecht-Verbindlichkeiten in den verzinslichen Verbindlichkeiten sowie die Fortschreibung der Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen auf Basis des von der DIG im Detailplanungszeitraum unterstellten Forderungs- bzw. Zahlungsziels.
465. Insgesamt führen die von uns zusätzlich vorgenommenen Anpassungen zu einer Reduzierung des Unternehmenswerts der DIG.

2. CTP

a) Vergangenheitsanalyse

466. Nachfolgende Tabelle stellt die Ertragslage der CTP für die Geschäftsjahre 2019 bis 2021 nach IFRS dar.

CTP Gewinn- und Verlustrechnung Original	IST 2019 Mio. €	IST 2020 Mio. €	IST 2021 Mio. €
Umsatzerlöse	279,8	347,1	376,3
Wachstum in %	n. a.	24,1	8,4
Gesamtumsatzerlöse	302,2	373,0	407,4
Wachstum in %	n. a.	23,4	9,2
Betriebliche Aufwendungen	-56,0	-70,0	-73,7
Wachstum in %	n. a.	24,9	5,2
in % der Umsatzerlöse	-18,5	-18,8	-18,1
Netto-Betriebsergebnis	246,1	303,0	333,7
in % der Umsatzerlöse	88,0	87,3	88,7
Bewertungsergebnis	406,8	152,2	1.100,6
in % der Umsatzerlöse	145,4	43,8	292,5
Personalaufwand	-17,2	-23,0	-31,9
in % der Umsatzerlöse	-6,1	-6,6	-8,5
sonstige betriebliche Erträge	9,1	4,0	10,4
in % der Umsatzerlöse	3,3	1,2	2,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-17,2	-33,8	-27,5
in % der Umsatzerlöse	-6,1	-9,7	-7,3
EBITDA	627,7	402,3	1.388,3
in % der Umsatzerlöse	224,3	115,9	368,2
Abschreibungen	-9,8	-10,5	-8,4
in % der Umsatzerlöse	-3,5	-3,0	-2,2
Operatives Ergebnis (EBIT)	617,9	391,9	1.376,8
in % der Umsatzerlöse	220,9	112,9	365,9
Finanzergebnis	-117,2	-101,5	-100,1
Ergebnis vor Steuern (EBT)	500,7	290,4	1.276,7
in % der Umsatzerlöse	179,0	83,7	339,3
Unternehmenssteuern	-108,5	-37,9	-250,8
Jahresüberschuss	392,2	252,5	1.025,9
in % der Umsatzerlöse	140,2	72,8	272,7

Quelle: CTP, Geschäftsberichte 2020 und 2021

Tabelle 22: Gewinn- und Verlustrechnung der CTP der Geschäftsjahre 2019 bis 2021

467. Die **Gesamtumsatzerlöse** der CTP setzen sich aus den Umsatzerlösen aus dem Vermietungsgeschäft sowie den Erträgen aus den Hotels und dem Entwicklungsgeschäft zusammen (gemeinsam „Umsatzerlöse“). Die Gesamtumsatzerlöse umfassen zudem die

sonstigen Einnahmen, bei denen es sich um Servicegebühren und weiterberechnete Betriebs- und Nebenkosten im Vermietungsgeschäft handelt.

468. Den Gesamtumsatzerlösen stehen jeweils korrespondierende **betriebliche Aufwendungen** gegenüber, die sich im Zeitraum schwankend zu den Gesamtumsatzerlösen entwickelte.

469. Die nachfolgende Tabelle stellt die Aufgliederung der Gesamtumsatzerlöse, der betrieblichen Aufwendungen und des Netto-Betriebsergebnisses nach Bereichen im Zeitraum von 2019 bis 2021 dar:

CTP Netto-Betriebsergebnis	Ist 2019 Mio. €	Ist 2020 Mio. €	Ist 2021 Mio. €	CAGR 2019-21 %
Vermietungsgeschäft				
Umsatzerlöse	258,0	291,9	334,7	13,9
Sonstige Einnahmen	22,4	25,9	31,1	17,9
Betriebliche Aufwendungen	-40,6	-37,1	-38,9	-2,1
Netto-Betriebsergebnis	239,8	280,7	326,9	16,8
Marge (%)	85,5	88,3	89,4	
Hotel				
Erträge	17,3	5,8	8,8	-28,8
Betriebliche Aufwendungen	-11,5	-5,9	-11,3	-0,9
Netto-Betriebsergebnis	5,8	-0,1	-2,6	n. a.
Marge (%)	33,3	-2,5	-29,1	
Entwicklungsgeschäft				
Erträge	4,5	49,4	32,8	>100,0
Betriebliche Aufwendungen	-3,9	-27,0	-23,5	>100,0
Netto-Betriebsergebnis	0,6	22,4	9,4	>100,0
Marge (%)	12,4	45,4	28,5	

Quelle: CTP, Geschäftsberichte 2020 und 2021

Tabelle 23: Herleitung des Netto-Betriebsergebnisses nach Bereichen für die Geschäftsjahre 2019 bis 2021

470. Die **Gesamtumsatzerlöse** resultieren im Wesentlichen aus der Vermietung von Gewerbe- und Industrie- bzw. Logistikimmobilien, auf die zuletzt rd. 85,0 % der Umsätze aus dem Vermietungsgeschäft entfielen. Die restlichen knapp 15,0 % verteilen sich auf Büro- und sonstige Immobilien.

471. Das Vermietungsgeschäft stellt für die CTP den wesentlichen Unternehmensbereich dar. So werden in 2021 rd. 82,2 % der Gesamtumsatzerlöse aus dem Vermietungsgeschäft beigesteuert. Hinzu kommen die sonstigen Einnahmen, die ebenfalls dem

Vermietungsgeschäft zugeordnet werden und in 2021 rd. 7,6 % der Gesamtumsatzerlöse ausmachen. Insgesamt steigen die Umsatzerlöse aus dem **Vermietungsgeschäft** 2021 um 14,6 % auf 334,7 Mio. €, nachdem sie im Vorjahr einen Anstieg von 13,2 % verzeichnet hatten. Dazu trugen neben einem Anstieg der Mieterlöse die Fertigstellung neuer Projekte sowie neu akquirierte Objekte bei. Der wesentliche Anteil der Bruttomieteinnahmen wurde 2021 mit einem Anteil von rd. 61,0 % in der Tschechischen Republik generiert. Das Netto-Betriebsergebnis im Vermietungsgeschäft verbessert sich insb. aufgrund der Ausweitung der vermietbaren Flächen im Zeitraum von 2019 bis 2021 um durchschnittlich 16,8 % p.a.

472. Erträge aus den **Hotels**, die auf drei tschechische Hotels zurückzuführen sind, stellen mit einem Anteil von rd. 1,5 % in 2020 bzw. 2,2 % im Jahr 2021 (auch bereits vor Ausbruch der COVID-19-Pandemie) einen unwesentlichen Anteil an den Gesamtumsatzerlösen der CTP dar. In 2021 kam es zwar angesichts einer Wiederbelebung der weltweiten Reisetätigkeit zu einer Erholung der Einnahmen, die mit 8,8 Mio. € aber nur rd. die Hälfte ihres Vorkrisenniveaus in 2019 erreichten.
473. Die Erträge aus dem **Entwicklungsgeschäft**, die vor allem aus baulichen Sonder- und Zusatzausstattungen bei bestehenden Vermietungsobjekten generiert werden, unterlagen im Betrachtungszeitraum 2019 bis 2021 Schwankungen. 2019 beliefen sich die Erträge aus dem Entwicklungsgeschäft auf 4,5 Mio. €, bevor sie sich im Folgejahr auf 49,4 Mio. € wesentlich erhöhten. Ursächlich für den Anstieg war die Entwicklung eines Immobilienprojekts für einen Dritten. Eine Veräußerung an Dritte stellt eher eine Ausnahme dar, da die Objekte üblicherweise nach Fertigstellung als als Finanzinvestition gehaltene Immobilie aktiviert und die Erträge sukzessive über die Nutzungsdauer realisiert werden.
474. Bei den **sonstigen Einnahmen** handelt es sich um Servicegebühren sowie weiterbelastete Betriebs- und Nebenkosten aus dem Vermietungsgeschäft. In der Summe sind sie in den vergangenen drei Jahren leicht unterproportional zu den Umsatzerlösen gestiegen.
475. Ein maßgeblicher Einfluss auf den Jahresüberschuss der CTP resultierte insb. in den Jahren 2019 und 2021 aus der Anpassung der beizulegenden Zeitwerte bei den als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien. Mit 406,8 Mio. € in 2019, 152,2 Mio. € in 2020 und 1.100,6 Mio. € in 2021 fiel das kumulierte **Bewertungsergebnis** der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwerts der vergangenen drei Jahre nahezu doppelt so hoch aus wie die im gleichen Zeitraum erwirtschafteten Netto-Betriebsergebnisse. Den starken Anstieg in 2021 führt CTP auf die Erweiterungen der vermietbaren Flächen, sowie auf die sog. Renditekompression in ganz Mittel- und Osteuropa. D.h. die Mietrenditen sind deutlich gesunken bzw. die Marktwerte in Relation zu den Jahresmieten entsprechend gestiegen.

476. Die **Personalkosten** sind im Jahr 2021 überproportional gestiegen und belaufen sich auf 31,9 Mio. € bzw. 8,5 % der Umsatzerlöse. Im Vorjahr verzeichnet die CTP einen zum Gesamtumsatz relativ proportional verlaufenden Anstieg der Personalkosten auf 23,0 Mio. € bzw. 6,6 % der Umsatzerlöse. Damit steigt der Personalaufwand überproportional zur durchschnittlichen Zahl der Mitarbeiter, welche seit 2019 von 345 auf 463 gestiegen ist. Der Durchschnittsverdienst je Mitarbeiter nimmt folglich von rd. 50,0 T€ auf 69,0 T€ zu. Der sowohl prozentual als auch absolut stärkste Mitarbeiterzuwachs erfolgte in Ungarn, wo die Belegschaft seit 2019 von durchschnittlich 19 auf 55 Mitarbeiter ausgeweitet wurde. Per 31. Dezember 2021 zählt der CTP-Konzern 520 Vollzeitbeschäftigte.
477. Die **sonstigen betrieblichen Erträge** bewegten sich seit 2019 in einer Bandbreite von 4,0 Mio. € und 10,4 Mio. €. Sie stammten aus dem Verkauf von Vermögenswerten und von Solarstrom, der auf den Dächern einiger Gebäude erzeugt wird und in den vergangenen beiden Jahren zwischen 3,2 Mio. € und 3,3 Mio. € einbrachte. 2021 verbuchte CTP in dieser Position zudem Rückvergütungen aus Versicherungen i.H.v. 4,2 Mio. €.
478. Der Anstieg der **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** von 17,2 Mio. € in 2019 auf 33,8 Mio. € in 2020 resultiert aus Abschreibungen auf Forderungen sowie Wertberichtigungen auf Hotelimmobilien sowie aus deutlich höheren Rechtsberatungs-, Steuerberatungs- und Prüfungskosten im Vorfeld des 2021 erfolgten Börsengangs. Im Jahr 2021 bilden Rechtsberatungs-, Steuerberatungs- und Prüfungskosten sowie Reise- und Marketingaufwendungen mehr als die Hälfte der insgesamt verbuchten 27,5 Mio. € ab.
479. Das stark vom Bewertungsergebnis der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien geprägte **EBITDA** wies im Betrachtungszeitraum aufgrund der skizzierten Entwicklungen eine erhebliche Schwankungsbreite auf. Nach 627,7 Mio. € im Jahr 2019 kam es 2020 zunächst zu einem Rückgang auf 402,3 Mio. €, bevor es sich 2021 mehr als verdreifachte und auf 1.385,3 Mio. € stieg.
480. Die **Abschreibungen**, die sich im Wesentlichen auf Infrastruktureinrichtungen wie Straßen und Energieanlagen in den Gewerbeparks beziehen, bewegten sich in den vergangenen drei Jahren in einer Größenordnung von rd. 10,0 Mio. €, womit sie für die Ertragslage der CTP von untergeordneter Bedeutung waren. Folglich orientierte sich das ausgewiesene **EBIT** eng an der zuvor beschriebenen EBITDA-Entwicklung.
481. Das **Finanzergebnis** setzt sich im Wesentlichen aus Zinsaufwendungen, Vermittlungsgebühren sowie Vorfälligkeitsentschädigungen, welche unter den sonstigen Finanzaufwendungen verbucht werden, zusammen. Der Negativsaldo ging von -117,2 Mio. € in 2019 auf -101,5 Mio. € in 2020 und -100,1 Mio. € in 2021 zurück. Die Zinsaufwendungen als größter Aufwandsposten des Finanzergebnisses sind seit 2019 von 57,9 Mio. € auf

70,9 Mio. € in 2021 gestiegen. Während der von 2019 bis 2021 um 1,4 Mio. € auf 2,0 Mio. € gestiegene Zinsertrag nur einen marginalen Anteil darstellt, ist das Finanzergebnis in den Jahren 2019 bis 2021 in erheblichem Umfang von Vorfälligkeitsentschädigungen im Rahmen von Refinanzierungen geprägt.

482. Die **Unternehmenssteuern** der CTP bewegen sich im Betrachtungszeitraum innerhalb einer Bandbreite von 37,9 Mio. € in 2020 bis 250,8 Mio. € in 2021. Der Anstieg auf 250,8 Mio. € in 2021 ist maßgeblich auf das erhöhte operative Ergebnis sowie einen Anstieg des latenten Steueraufwands im Zusammenhang mit dem Bewertungsergebnis zurückzuführen. Dieser beläuft sich in 2021 auf 222,4 Mio. €. Die effektive Steuerquote der CTP verringert sich von 21,7 % in 2019 auf 13,1 % in 2020, bevor sie sich in 2021 auf 19,6 % erhöht. Die volatile Steuerquote der CTP ist maßgeblich auf schwankende latente Steueraufwendungen im Betrachtungszeitraum zurückzuführen.

483. Der **Jahresüberschuss** der CTP verringert sich von 392,2 Mio. € in 2019 um 35,6 % auf 252,5 Mio. € in 2020. Maßgeblich für den Rückgang war das im Vergleich zum Vorjahr gesunkene Bewertungsergebnis. Der starke Anstieg des Jahresüberschusses um 773,4 Mio. € auf 1.025,9 Mio. € in 2021 ist gleichfalls maßgeblich auf das Bewertungsergebnis und weniger auf das Ergebnis aus dem operativen Geschäft des Konzerns zurückzuführen.

Bereinigungen

484. Im Rahmen der Analyse der Vergangenheitsergebnisse erfolgte eine Bereinigung der Gewinn- und Verlustrechnungen durch die Bewertungsgutachterin. Um eine bessere Vergleichbarkeit der Vergangenheitsergebnisse mit den Planzahlen der Unternehmensprognose zu gewährleisten, hat die Bewertungsgutachterin die Geschäftsjahre 2019 bis 2021 um wesentliche außerordentliche, periodenfremde und einmalige Vorgänge bereinigt.

485. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Gewinn- und Verlustrechnungen des Unternehmens für die Jahre 2019 bis 2021, die von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Bereinigungen und die adjustierten Vergangenheitszahlen.

CTP	IST	IST	IST	Adj.	Adj.	Adj.	IST	IST	IST
Gewinn- und Verlustrechnung (bereinigt)	2019	2020	2021	2019	2020	2021	(adj.)	(adj.)	(adj.)
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	2019	2020	2021
Umsatzerlöse	279,8	347,1	376,3				279,8	347,1	376,3
Gesamtumsatzerlöse	302,2	373,0	407,4				302,2	373,0	407,4
Betriebliche Aufwendungen	-56,0	-70,0	-73,7	0,0	0,0	2,2	-56,0	-70,0	-71,5
Netto-Betriebsergebnis	246,1	303,0	333,7	0,0	0,0	2,2	246,1	303,0	335,9
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>88,0</i>	<i>87,3</i>	<i>88,7</i>				<i>88,0</i>	<i>87,3</i>	<i>89,3</i>
Bewertungsergebnis	406,8	152,2	1.100,6	-406,8	-152,2	-1.100,6	0,0	0,0	0,0
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>145,4</i>	<i>43,8</i>	<i>292,5</i>				<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Personalaufwand	-17,2	-23,0	-31,9				-17,2	-23,0	-31,9
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-6,1</i>	<i>-6,6</i>	<i>-8,5</i>				<i>-6,1</i>	<i>-6,6</i>	<i>-8,5</i>
sonstige betriebliche Erträge	9,1	4,0	10,4	-5,8	0,0	-7,2	3,3	4,0	3,2
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>3,3</i>	<i>1,2</i>	<i>2,8</i>				<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>0,9</i>
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-17,2	-33,8	-27,5	0,0	6,6	4,0	-17,2	-27,2	-23,5
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-6,1</i>	<i>-9,7</i>	<i>-7,3</i>				<i>-6,1</i>	<i>-7,8</i>	<i>-6,3</i>
EBITDA	627,7	402,3	1.385,3	-412,6	-145,6	-1.101,6	215,0	256,8	283,7
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>224,3</i>	<i>115,9</i>	<i>368,2</i>				<i>76,9</i>	<i>74,0</i>	<i>75,4</i>
Abschreibungen	-9,8	-10,5	-8,4				-9,8	-10,5	-8,4
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-3,5</i>	<i>-3,0</i>	<i>-2,2</i>				<i>-3,5</i>	<i>-3,0</i>	<i>-2,2</i>
Operatives Ergebnis (EBIT)	617,9	391,9	1.376,8	-412,6	-145,5	-1.101,6	205,3	246,3	275,3
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>220,9</i>	<i>112,9</i>	<i>365,9</i>				<i>73,4</i>	<i>71,0</i>	<i>73,2</i>
Finanzergebnis (Zins- und Beteiligungsergebnis)	-117,2	-101,5	-100,1	-44,8	-22,4	6,9	-162,0	-123,9	-93,2
Ergebnis vor Steuern (EBT)	500,7	290,4	1.276,7	-457,4	-167,9	-1.094,7	43,3	122,5	182,0
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>179,0</i>	<i>83,7</i>	<i>339,3</i>				<i>15,5</i>	<i>35,3</i>	<i>48,4</i>

Quelle: CTP, Geschäftsberichte 2020 und 2021; ValueTrust; IVA

Tabelle 24: Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung des CTP-Konzerns für die Geschäftsjahre 2019 bis 2021

486. Im Rahmen der Bereinigungen der Vergangenheitszahlen der CTP wurden die betrieblichen Aufwendungen, das Bewertungsergebnis, die sonstigen betrieblichen Erträge, die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sowie das Finanzergebnis bereinigt und angepasst. In der

Summe belaufen sich die Anpassungen auf 457,4 Mio. € in 2019, 167,9 Mio. € in 2020 und 1.094,7 Mio. € in 2021. Den größten Bestandteil an der Summe der Anpassungen stellt das Bewertungsergebnis des Konzerns dar. Die von der Bewertungsgutachterin durchgeführten Bereinigungen haben wir nachvollzogen und erachten sie als plausibel.

487. Die Bereinigung der **betrieblichen Aufwendungen** im Jahr 2021 i.H.v. 2,2 Mio. € betrifft Wertminderungen auf Hotelimmobilien infolge des verschlechterten Marktumfelds durch die COVID-19 Pandemie.
488. Das **Bewertungsergebnis** der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien prägt die Ertragslage der CTP im Betrachtungszeitraum maßgeblich. Hierbei handelt es sich um nicht zahlungswirksame Erträge, welche als außerordentlich einzustufen sind und folglich das operative Ergebnis der CTP verzerren. Die Bereinigung dieser Position beläuft sich in 2019 auf 406,8 Mio. €, in 2020 auf 152,2 Mio. € sowie in 2021 auf 1.100,6 Mio. € und bildet damit den größten Anteil der Bereinigungen im Betrachtungszeitraum.
489. Die **sonstigen betrieblichen Erträge** beinhalten Erlöse aus dem Verkauf von Immobilien und Grundstücken, welche sich im Jahr 2019 auf 5,8 Mio. € und im Jahr 2021 auf 3,0 Mio. € belaufen. Darüber hinaus wurden in 2021 Rückvergütungen aus Versicherungen im Umfang von 4,2 Mio. € bereinigt. Sowohl die Erlöse aus dem Verkauf von Immobilien und Grundstücken als auch Rückvergütungen aus Versicherungen werden von der Bewertungsgutachterin als außerordentlich eingestuft. Wir erachten diese Annahme ebenfalls als plausibel.
490. Innerhalb der **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** verbucht die CTP im Jahr 2020 Wertminderungen auf Hotelimmobilien i.H.v. 5,0 Mio. € sowie Wertminderungen auf Finanzanlagen i.H.v. 0,7 Mio. € und Verluste aus dem Verkauf von Vermögenswerten i.H.v. 0,9 Mio. €. Es handelt sich hierbei um außerordentliche Aufwendungen, so dass wir eine Anpassung von insgesamt 6,6 Mio. € in 2020 als plausibel erachten. Im Jahr 2021 wurden Wertminderungen auf Finanzanlagen und Hotelimmobilien i.H.v. von 1,7 Mio. €, Veräußerungsverluste i.H.v. 0,7 Mio. € sowie einmalige Aufwendungen im Rahmen der Übernahme der DIG i.H.v. 1,6 Mio. € bereinigt.

Vermögens- und Finanzlage

491. Nachfolgend ist die Vermögens- und Kapitalstruktur der CTP zu den jeweiligen Bilanzstichtagen der Geschäftsjahre 2019 bis 2021 nach IFRS dargestellt.

CTP	Ist 31.12.2019 Mio. €	Ist 31.12.2020 Mio. €	Ist 31.12.2021 Mio. €
Bilanz			
A. Anlagevermögen	5.357,5	5.943,7	8.634,9
I. Renditeliegenschaften	5.162,1	5.773,5	8.349,3
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	4.721,4	5.386,2	7.575,1
Immobilien in Entwicklung	440,7	387,3	774,2
II. Sonstige Vermögenswerte	195,4	170,2	285,6
B. Umlaufvermögen	168,5	502,7	1.051,8
I. Forderungen aus LuL und Sonstige Vermögenswerte	104,7	83,6	159,0
II. Liquide Mittel	63,8	419,1	892,8
Summe Aktiva	5.526,0	6.446,4	9.686,6
A. Eigenkapital	2.042,8	2.264,2	4.106,8
B. Langfristige Verbindlichkeiten	3.060,1	3.823,9	5.290,1
1. Finanzverbindlichkeiten	2.494,9	3.234,0	4.478,7
2. Sonstige Verbindlichkeiten (einschl. Rückstellungen)	565,2	589,9	811,4
C. Kurzfristige Verbindlichkeiten	423,1	358,3	289,8
1. Finanzverbindlichkeiten	182,9	160,3	34,3
2. Sonstige Verbindlichkeiten (einschl. Rückstellungen)	240,2	198,0	255,4
Passiva	5.526,0	6.446,4	9.686,6

Quelle: CTP, Geschäftsberichte 2020 und 2021

Tabelle 25: Vermögens- und Kapitalstruktur der CTP in den Geschäftsjahren 2019, 2020 und 2021

492. Die **Bilanzsumme** steigt von 5.526,0 Mio. € im Jahr 2019 auf 6.446,4 Mio. € in 2020. Im Geschäftsjahr 2021 erhöht sie sich um weitere 3.240,2 Mio. € bzw. 50,3 % auf 9.686,6 Mio. €. Der verhältnismäßig starke Anstieg in 2021 ist überwiegend auf die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien („Renditeliegenschaften“, „Investment Property“) zurückzuführen.
493. Das **Anlagevermögen** der CTP besteht im Geschäftsjahr 2021, wie auch in den Vorjahren, im Wesentlichen aus den **als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien**, die zum Fair Value bilanziert werden. Der Anteil der Immobilien in Entwicklung, die zunächst zu Anschaffungs- und Herstellungskosten in die Bilanz eingehen, ist mit 440,7 Mio. € in 2019, 387,3 Mio. € in 2020 und 774,2 Mio. € in 2021 vergleichsweise gering. Im Geschäftsjahr 2021 liegt der Anteil der Immobilien in Entwicklung am Anlagevermögen bei 9,3 %. Insgesamt machen die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien rd. 96,7 % des Anlagevermögens aus.
494. Die deutliche Zunahme der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien von 5.773,5 Mio. € in 2020 auf 8.349,3 Mio. € in 2021 resultiert einerseits aus dem Wachstum der vermietbaren

Flächen und andererseits aus Bewertungseffekten. Die vermietbaren Flächen erhöhten sich in 2021 um 1,7 Mio. m² auf 7,6 Mio. m², was einen Anstieg des Bilanzpostens von rd. 1.475,0 Mio. € zur Folge hat.

495. Die **sonstigen Vermögenswerte** umfassen sonstige Sachanlagen, die im Betrachtungszeitraum in einer Bandbreite von 98,9 Mio. € bis 117,1 Mio. € liegen. Hierbei handelt es sich in erster Linie um die Hotelgebäude, Solaranlagen auf Gebäudedächern sowie Infrastruktureinrichtungen in den Gewerbeparks. Des Weiteren beinhalten die sonstigen Vermögenswerte Finanzanlagen, die mit zuletzt 0,4 Mio. € in 2021 nur einen marginalen Anteil darstellen.

496. Das **Umlaufvermögen** ist im Wesentlichen von den **liquiden Mitteln** geprägt, die sich über den Betrachtungszeitraum durch Eigen- und Fremdkapitalzuflüsse von 63,8 Mio. € im Geschäftsjahr 2019 auf 892,8 Mio. € in 2021 erhöhen.

497. Das **Eigenkapital** des Konzerns steigt in den Geschäftsjahren 2019 bis 2021 kontinuierlich von 2.042,8 Mio. € in 2019 über 2.264,2 Mio. € in 2020 auf 4.106,8 Mio. € in 2021 an. Der Anstieg um 1.842,6 Mio. € bzw. rd. 81,4 % in 2021 auf 4.106,8 Mio. € resultiert im Wesentlichen aus einem Mittelzufluss aufgrund des Börsengangs an der Börse Amsterdam i.H.v. 819,3 Mio. € sowie aufgrund der positiven Bewertungseffekte und dem damit einhergehenden Jahresüberschuss i.H.v. 1.025,9 Mio. €. Zum Bilanzstichtag 2021 entfallen 2.662,0 Mio. € des Eigenkapitals auf die Kapitalrücklage sowie 1.350,9 Mio. € auf die Gewinnrücklage. Entsprechend der Entwicklung des Eigenkapitals entwickelt sich die Eigenkapitalquote der CTP von 37,0 % in 2019 über 35,1 % in 2020 auf 42,4 % in 2021.

498. Die **Finanzverbindlichkeiten** der CTP weisen einen langfristigen Charakter auf. Die Ausweitung der Fremdmittel geht mit einer Veränderung des Finanzierungsmixes einher, bei dem sich der Konzern von einer kreditfinanzierten Finanzierungsstruktur hin zu einer kapitalmarktorientierten Finanzierungsstruktur orientiert. Die CTP emittierte in den beiden vergangenen Jahren 2020 und 2021 Anleihen mit einem Nominalwert von insgesamt 3.550,0 Mio. €, während im gleichen Zeitraum Bankdarlehen i.H.v. netto 1.546,5 Mio. € getilgt wurden. Zum Ende des Geschäftsjahres 2021 beläuft sich das ausstehende Anleihevolumen auf 3.381,7 Mio. €, während sich die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten auf 1.131,3 Mio. € belaufen.

499. Die **sonstigen Verbindlichkeiten** sind mehrheitlich von langfristigen latenten Steuern geprägt. Der deutliche Anstieg in 2021 resultiert aus dem hohen Bewertungsergebnis der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien von rd. 1.101,6 Mio. €.

500. Das **Loan-to-Value (LTV) Ratio** stellt das Verhältnis von zinstragenden Verbindlichkeiten zum Wert der bilanzierten Renditeliegenschaften dar und ist eine in der Immobilienwirtschaft verbreitete Steuerungsgröße. Die nachfolgende Tabelle zeigt das LTV-Ratio der CTP über den Zeitraum 2019 bis 2021.

CTP	Ist 31.12.2019	Ist 31.12.2020	Ist 31.12.2021
Net LTV	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Finanzverbindlichkeiten	2.677,3	3.394,3	4.513,0
abzgl. liquide Mittel	-63,8	-419,1	-892,8
Nettofinanzverbindlichkeiten	2.613,5	2.975,1	3.620,2
Renditeliegenschaften	5.162,1	5.773,6	8.349,3
Sonstige Sachanlagen	117,1	98,9	111,0
Bruttoinventarwert (GAV)	5.279,2	5.872,5	8.460,3
Net LTV	49,5 %	50,7 %	42,8 %

Quelle: CTP, Geschäftsberichte 2020 und 2021

Tabelle 26: Net LTV der CTP in den Geschäftsjahren 2019, 2020 und 2021

501. Die dargestellte Tabelle zeigt, dass der auf die Nettofinanzverbindlichkeiten (nach Berücksichtigung der liquiden Mittel) bezogene Net LTV der CTP von rd. 50,0 % in den Jahren 2019 und 2020 auf 42,8 % im Geschäftsjahr 2021 sank. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass die CTP bei der Berechnung dieser Kennzahl, neben den Bestands- und Entwicklungsimmobilien, auch die sonstigen Sachanlagen berücksichtigt.

b) Planungsprozess

502. Die CTP führt jährlich einen regulären Planungsprozess durch. Die in diesem Rahmen erstellte Planungsrechnung spiegelt das bestehende Unternehmenskonzept auf Stand alone-Basis wider. Die Planung erfolgt in einem Top-Down-Ansatz für einen Fünfjahreszeitraum und umfasst die Planung der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz.
503. Die Steuerung des Planungsprozesses erfolgt durch die Controlling- und Finanzabteilung der CTP in Zusammenarbeit mit dem Finanzvorstand. Anschließend folgt eine Validierung durch das Risikocontrolling und eine Genehmigung durch den Verwaltungsrat. Innerhalb des Geschäftsjahres wird zudem eine rollierende Planung der Gewinn- und Verlustrechnung vorgenommen.
504. Die für unsere Bewertungszwecke zugrunde liegende Planungsrechnung ist eine Fünfjahresplanung der CTP für die Jahre 2022 bis 2026. Wesentliche Grundlage der Planungsrechnung bilden die Annahmen in Bezug auf das Vermietungsgeschäfts. Hierzu zählen u.a. Annahmen zur Entwicklung der vermietbaren Gewerbeflächen des Bestandsportfolios, der Instandhaltungen sowie der Projektentwicklungs- und Akquisitionspipeline.
505. In der freigegebenen Planung der CTP sind keine Effekte aus der Verschmelzung mit der DIG berücksichtigt. Es handelt sich insoweit um eine „Stand alone“-Planung. Die Planung für die Geschäftsjahre 2022 bis 2026 wurde unter Anwendung der Rechnungslegungsvorschriften der IFRS in der Konzernwährung Euro erstellt. Im Sinne der Phasenmethode (vgl. IDW S 1 Tz. 75 ff.) bilden die Planjahre 2022 bis 2026 die Detailplanungsphase (Phase I).
506. Der Verwaltungsrat der CTP hat das Budget für das Jahr 2022 mit Beschluss vom 16. Dezember 2021 und die Planung der weiteren Jahre 2023 bis 2026 mit Beschluss vom 8. März 2022 verabschiedet.

c) Analyse der Planungsrechnung in der Detailplanungsphase

507. Die nach IFRS erstellte Planungsrechnung der CTP beinhaltet wesentliche Effekte aus IAS 40 zur Bewertung von als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien (vgl. Tz. 396). Effekte ergeben sich dabei im Wesentlichen aus dem von der CTP geplanten Fair Value-Bewertungsergebnis des Immobilienvermögens auf die Plan-GuV sowie in Bezug auf die Werte des Immobilienvermögens und die resultierenden passiven latenten Steuern in der Plan-Bilanz.
508. Im Rahmen der Bewertung hat ValueTrust diese Effekte aus der Planungsrechnung bereinigt, da es sich hierbei nicht um zahlungswirksame Sachverhalte handelt. Aus Gründen der Übersichtlichkeit stellen wir im Folgenden bereits die um diese Effekte bereinigte Plan-GuV dar. Folgende Tabelle zeigt die angepasste (Plan-)GuV der CTP nach IFRS für die Jahre 2022 bis 2026.

CTP	IST (adj.) 2019	IST (adj.) 2020	IST (adj.) 2021	Plan 2022	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026
Gewinn- und Verlustrechnung bereinigt	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Umsatzerlöse	279,8	347,1	376,3	521,7	704,2	901,6	1.110,3	1.318,6
Wachstum in %	n.a.	24,1	8,4	38,7	35,0	28,0	23,1	18,8
Gesamtumsatzerlöse	302,2	373,0	407,4	562,5	758,3	970,7	1.195,1	1.419,3
Wachstum in %	n.a.	23,4	9,2	38,1	34,8	28,0	23,1	18,8
Betriebliche Aufwendungen	-56,0	-70,0	-71,5	-103,5	-129,4	-157,8	-190,1	-227,7
Wachstum in %	n.a.	24,9	2,1	44,8	25,0	22,0	20,5	19,8
in % der Umsatzerlöse	-18,5	-18,8	-17,5	-18,4	-17,1	-16,3	-15,9	-16,0
Netto-Betriebsergebnis	246,1	303,0	335,9	459,0	628,9	812,9	1.005,0	1.191,6
in % der Umsatzerlöse	88,0	87,3	89,3	88,0	89,3	90,2	90,5	90,4
Personalaufwand	-17,2	-23,0	-31,9	-43,5	-58,3	-66,2	-73,5	-80,4
in % der Umsatzerlöse	-6,1	-6,6	-8,5	-8,3	-8,3	-7,3	-6,6	-6,1
Sonstige betriebliche Erträge	3,3	4,0	3,2	12,4	18,1	25,5	34,6	45,3
in % der Umsatzerlöse	1,2	1,2	0,9	2,4	2,6	2,8	3,1	3,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-17,2	-27,2	-23,5	-27,0	-27,8	-28,6	-29,5	-30,4
in % der Umsatzerlöse	-6,1	-7,8	-6,3	-5,2	-3,9	-3,2	-2,7	-2,3
EBITDA	215,0	256,8	283,7	401,0	560,8	743,6	936,7	1.126,1
in % der Umsatzerlöse	76,9	74,0	75,4	76,9	79,6	82,5	84,4	85,4
Abschreibungen	-9,8	-10,5	-8,4	-9,4	-12,0	-15,3	-19,3	-23,9
in % der Umsatzerlöse	-3,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8
Operatives Ergebnis (EBIT)	205,3	246,3	275,3	391,6	548,9	728,2	917,3	1.102,1
in % der Umsatzerlöse	73,4	71,0	73,2	75,1	77,9	80,8	82,6	83,6
Finanzergebnis	-162,0	-123,9	-93,2	-68,9	-100,8	-151,2	-192,2	-264,4
Ergebnis vor Steuern (EBT)	43,3	122,5	182,0	322,7	448,0	577,0	725,2	837,8
in % der Umsatzerlöse	15,5	35,3	48,4	61,9	63,6	64,0	65,3	63,5
Rückanpassung Bereinigungen	457,4	168,0	1.094,7					
Ergebnis vor Steuern (EBT) - unbereinigt	500,7	290,4	1.276,7	322,7	448,0	577,0	725,2	837,8
in % der Umsatzerlöse	165,7	77,9	313,4	57,4	59,1	59,4	60,7	59,0

CTP	IST (adj.) 2019	IST (adj.) 2020	IST (adj.) 2021	Plan 2022	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026
Gewinn- und Verlustrechnung bereinigt (Forts.)	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ergebnis vor Steuern (EBT) - unbereinigt	500,7	290,4	1.276,7	322,7	448,0	577,0	725,2	837,8
in % der Umsatzerlöse	165,7	77,9	313,4	57,4	59,1	59,4	60,7	59,0
Unternehmenssteuern	-108,5	-37,9	-250,8	-56,1	-78,1	-100,5	-126,3	-145,5
Jahresüberschuss	392,2	252,5	1.025,9	266,6	369,9	476,5	598,9	692,2
in % der Umsatzerlöse	140,2	72,8	272,7	51,1	52,5	52,9	53,9	52,5

Quelle: CTP; IVA

Tabelle 27: Angepasste (Plan-) GuV der CTP von 2019 bis 2026

509. Die Gesamtumsatzerlöse der CTP steigen im Planungszeitraum von 407,4 Mio. € in 2021 auf bis zu 1.419,3 Mio. €, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 28,4 % p.a. entspricht. Damit steigen sie stärker als im historischen Zeitraum von 2019 bis 2021 mit rd. 16,1 %.
510. Die Gesamtumsatzerlöse setzen sich aus den Umsätzen aus dem Vermietungsgeschäft, den Erträgen aus den Hotels und den Erträgen aus dem Entwicklungsgeschäft zusammen (gemeinsam „Umsatzerlöse“). Die Gesamtumsatzerlöse umfassen zudem sonstige Einnahmen (Servicegebühren und weiterbelastete Betriebs- und Nebenkosten aus dem Vermietungsgeschäft).
511. Das Wachstum der Gesamtumsatzerlöse wird im Wesentlichen aus dem Vermietungsgeschäft beigesteuert. Der Umsatzanteil des **Vermietungsgeschäfts** (inkl. Servicegebühren sowie weiterbelasteter Betriebs- und Nebenkosten) liegt im Planungszeitraum von 2022 bis 2026 zusammen bei rd. 88,5 % bis 90,0 %.
512. Die **betrieblichen Aufwendungen** setzen sich aus den Aufwendungen im Vermietungsgeschäft, den Aufwendungen der Hotels sowie den Aufwendungen aus dem Entwicklungsgeschäft zusammen. Im Planungszeitraum steigen die betrieblichen Aufwendungen durchschnittlich mit 26,1 % p.a. und damit leicht unterdurchschnittlich zu den Umsatzerlösen. Die betrieblichen Aufwendungen sind mit Anteilen von 52,8 % bis 54,9 % im Wesentlichen dem Vermietungsgeschäft zuzuordnen.
513. Das Netto-Betriebsergebnis verbessert sich im Planungszeitraum im Verhältnis zu den Umsatzerlösen von 89,3 % in 2021 auf 90,4 % in 2026. Dies ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die Umsatzerlöse aus der Vermietung aufgrund der Erweiterungen der vermietbaren Flächen im Rahmen der Wachstumsstrategie der CTP überproportional zu den entsprechenden betrieblichen Aufwendungen zunehmen.

Vermietungsgeschäft

514. Die Umsatzerlöse aus dem Vermietungsgeschäft werden durch CTP auf Länderbasis geplant. In 2021 werden mehr als die Hälfte der Umsatzerlöse aus dem Vermietungsgeschäft erwirtschaftet. Bis 2026 verdoppeln sich gem. Planungsrechnung die entsprechenden absoluten Umsatzerlöse in der Tschechischen Republik nahezu. Während in 2021 die Tschechische Republik, Rumänien, Ungarn und die Slowakische Republik die Kernmärkte des Unternehmens bilden, beabsichtigt CTP eine selektive Expansion in Länder, in denen sie bislang nicht oder in geringem Umfang vertreten ist. Das gilt u.a. für die Nachbarländer Polen, Serbien und Bulgarien, wo schon erste Investitionen erfolgt sind.
515. Die Umsatzerlöse aus dem Vermietungsgeschäft werden im Wesentlichen auf Basis der folgenden Werttreiber geplant:
- Entwicklung der vermietbaren Flächen ¹³(„Gross Lettable Area“, „GLA“) in m²,
 - Entwicklung des durchschnittlichen Mietpreises je m² sowie
 - Entwicklung der Leerstandsquoten.
516. Im Planungszeitraum plant die Gesellschaft bis 2026 nahezu eine Verdreifachung der derzeitigen vermietbaren Flächen i.H.v. 7,6 Mio. m². Die vermietbaren Flächen nehmen jährlich in einer ähnlichen absoluten Höhe zu. Der jährliche Zuwachs resultiert zu 75,0 % aus der Entwicklung von neuen Immobilien auf den eigenen unbebauten Grundstücken und zu 25,0 % aus dem Erwerb von neuen Immobilien. Die vermietbaren Flächen wachsen im Planungszeitraum in Polen, Serbien, Österreich, Bulgarien und in den Niederlanden überdurchschnittlich. Gemäß der uns durch Vertreter der Gesellschaft erteilten Informationen liegt die CTP im Geschäftsjahr 2022 hinsichtlich der Entwicklung von neuen vermietbaren Flächen sowie der Akquisitionen von neuen Objekten im Plan. Negative Auswirkungen aus dem Ukraine-Krieg sind auskunftsgemäß nicht erkennbar. Vielmehr erwartet die Gesellschaft positive Impulse durch eine höhere Nachfrage nach Flächen von Firmen, die ihre Kapazitäten von der Ukraine bzw. Russland nach Zentral- und Osteuropa verlagern möchten.
517. Bei der Planung des durchschnittlichen Mietpreises je m² setzt die CTP für jedes Land auf die letzte durchschnittliche Ist-Miete je m² aus dem Jahr 2021 auf und schreibt diese mit einer einheitlichen, jährlich konstanten Wachstumsrate fort. Die Mietverträge zwischen der CTP und

¹³ Auch „Gross Lettable Area“ bzw. „GLA“. Die vermietbare Fläche enthält gemäß CTP Innenflächen zzgl. Nebenräume und exkl. Parken. Die vermietbaren Flächen umfassen zudem 70.000 m² Hotelflächen.

ihren Mietern sehen i.d.R. jährlich fixe Preissteigerungen vor. Ein Teil der bestehenden Mietverträge ist bereits an die Entwicklung von Verbraucherpreisindizes gekoppelt. Perspektivisch sollen diese die Mietverträge mit fixen Preissteigerungen ersetzen.

518. Die Gesellschaft weist per Ende 2021 über das gesamte Immobilienportfolio hinweg einen Vermietungsstand von rd. 95,0 % auf. Die Planungsrechnung sieht nach einer Angleichungsphase für alle Länder weiterhin einen hohen, stabilen und konstanten Vermietungsstand vor. Bei Neuvermietungen orientiert sich das Unternehmen an der historischen WALT (2020: 6,0 Jahre, 2021: 6,7). Die im Rahmen der Planungsrechnung angenommenen Annahmen zur WALT und zur Leerstandsquote erachten wir als plausibel und auch im Peer Group-Vergleich für belastbar.
519. ValueTrust hat im Rahmen ihrer Würdigung des Netto-Betriebsergebnisses im Vermietungsgeschäft die Nettomietrendite der CTP ermittelt ¹⁴ und festgehalten, dass sich die Nettomietrendite der CTP von 5,0 % in 2021 auf 5,4 % in 2026 erhöht (vgl. Gutachtliche Stellungnahme ValueTrust, Tz. 693 f.). Die Auswertung konnten wir rechnerisch nachvollziehen. ValueTrust stellt zudem fest, dass die (historische) Nettoanfangsrendite der CTP über den durchschnittlichen Nettomietrenditen der Vergleichsunternehmen liegt. Diese Schlussfolgerung können wir auf Basis unserer eigenen Analysen ebenfalls bestätigen (vgl. Abbildung 30). Insgesamt erachten wir daher die Nettomietrendite der CTP im Planungszeitraum im historischen Vergleich sowie im Marktvergleich für ambitioniert.
520. Als Zwischenfazit halten wir fest, dass das Wachstum der Umsatzerlöse aus dem Vermietungsgeschäft im Planungszeitraum über den historischen Wachstumsraten der CTP liegt (2020: 13,2 %; 2021: 14,6 %). Die geplante Wachstumsrate liegt zudem über den durchschnittlichen Wachstumsraten der von uns definierten Peer Group¹⁵, für die wir eine durchschnittliche historische Wachstumsrate der Umsatzerlöse aus dem Vermietungsgeschäft von 15,9 % p.a. (Zeitraum 2016 bis 2021) ermittelt haben. Vor diesem Hintergrund erachten wir die geplanten Umsatzerlöse sowie das Netto-Betriebsergebnis aus dem Vermietungsgeschäft der CTP aufgrund der starken Flächenerweiterung insgesamt als ambitioniert. Hierbei ist allerdings zu berücksichtigen, dass die CTP bereits heute über große

¹⁴ Dabei wurde die historische Nettomietrendite ermittelt als das Vermietungsergebnis im Verhältnis zum Buchwert der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien inkl. des Bewertungsergebnisses aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwerts. Im Planungszeitraum 2022 bis 2026 wird die Nettomietrendite der CTP als das Verhältnis des Vermietungsergebnisses zu den durchschnittlichen als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien inkl. der auf die in Immobilien in Entwicklung unterstellten Marge ermittelt. Die Bewertungsergebnisse aus der Marktwertanpassung finden in der Ermittlung der Nettomietrendite im Planungszeitraum keine Berücksichtigung.

¹⁵ Für die Zusammensetzung der Peer Group der CTP siehe Abschnitt D.V.3.c).

Flächen an unbebauten Grundstücken verfügt oder sich diese mittels Kaufoptionen gesichert hat, so dass die Gesellschaft über die für den Ausbau der vermietbaren Gewerbeflächen erforderlichen Grundstücke verfügt.

Hotels

521. Die Erträge aus den Hotels resultieren aus dem Betrieb von drei Hotels in der Tschechischen Republik. Die Gesellschaft erwartet nach der COVID-19-Pandemie eine Erholung der Erträge in 2022, die mit 15,2 Mio. € wieder das Vorkrisenniveau erreichen und bis 2026 auf 20,4 Mio. € ansteigen sollen. Die Erträge aus den Hotels sind mit einem Anteil von rd. 1,0 % von untergeordneter Bedeutung für die Gesamtumsatzerlöse.
522. Das Ergebnis aus den Hotels steigt im Planungszeitraum kontinuierlich an und übersteigt ab 2026 das Vorkrisenniveau von 2019. Insgesamt erachten wir die Planung des Ergebnisses aus den Hotels für plausibel.

Entwicklungsgeschäft

523. Im Entwicklungsgeschäft bietet CTP ihren aktuellen und künftigen Mietern Leistungen für Umbauten und Erweiterungen an, die über die Standardausstattung der vermietbaren Flächen hinausgehen.
524. Das Ergebnis aus dem Entwicklungsgeschäft wird mit einer konstanten Rate von 3,0 % auf Basis der Umsatzerlöse aus dem Vermietungsgeschäft geplant. Dies beruht auf der Annahme, dass mit zunehmenden vermietbaren Flächen potenziell auch das Entwicklungsgeschäft ausgeweitet werden kann.
525. Die Erträge aus dem Entwicklungsgeschäft erhöhen sich von 32,8 Mio. € in 2021 auf 123,5 Mio. € in 2026, was einer durchschnittlichen Zuwachsrate von 30,4 % entspricht. Die Erträge aus dem Entwicklungsgeschäft tragen zu rd. 9,0 % der Gesamtumsatzerlöse bei. Die Planung des Ergebnisses aus dem Entwicklungsgeschäft erachten wir insgesamt als plausibel.
526. Zusammenfassend halten wir fest, dass die Gesamtumsatzerlöse der CTP im Planungszeitraum mit einem CAGR von 28,4 % p.a. stärker wachsen als in der Vergangenheit und zudem die Wachstumsraten der Umsatzerlöse der Peer Group deutlich übertreffen. Das Wachstum resultiert insb. aus der Ausweitung der vermietbaren Flächen infolge der Wachstumsstrategie der CTP. Die betrieblichen Aufwendungen nehmen im Planungszeitraum nur unterproportional zu den Umsatzerlösen zu. Folglich erachten wir die geplanten Gesamtumsatzerlöse und das Netto-Betriebsergebnis der CTP insgesamt als ambitioniert.

527. Die **Personalaufwendungen** erhöhen sich im Planungszeitraum aufgrund der steigenden Mitarbeiterzahl um 20,3 % p.a. auf 80,4 Mio. € in 2026. Die Planung der Personalaufwendungen erfolgt auf Basis der Mitarbeiterzahl (Vollzeitäquivalente) auf Länderebene und den durchschnittlichen, länderspezifischen Personalkosten je Vollzeitäquivalent. Die Personalaufwendungen je Mitarbeiter werden auf Basis von länderspezifischen Ist-Werten aus 2021 und einer jährlichen fixen Wachstumsrate fortgeschrieben. Die Personalaufwendungen entwickeln sich insgesamt unterproportional zu den Umsatzerlösen infolge von Skaleneffekten (Fixkostendegression). So reduziert sich die Personalaufwandsquote von 8,5 % in 2021 auf 6,1 % in 2026.
528. Die **sonstigen betrieblichen Erträge** steigen im Planungszeitraum im Wesentlichen infolge des Ausbaus der Solaranlagen auf den Dächern eigener Immobilie von 3,2 Mio. € in 2021 auf 45,3 Mio. € in 2026.
529. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen**, die in 2021 im Wesentlichen aus Rechtsberatungs-, Steuerberatungs- und Prüfungskosten sowie Reisekosten und Marketingaufwendungen bestehen, erhöhen sich im Planungszeitraum mit rd. 5,2 % p.a. im Vergleich zu den Umsatzerlösen nur unterproportional.
530. Das **EBITDA** entwickelt sich im Planungszeitraum auf Basis der beschriebenen Entwicklungen von 283,7 Mio. € im Jahr 2021 um 31,7 % p.a. auf 1.126,1 Mio. € im Geschäftsjahr 2026. Die **EBITDA-Marge** erhöht sich im Wesentlichen aufgrund der Ausweitung der vermietbaren Flächen von 75,4 % in 2021 kontinuierlich auf 85,4 % in 2026. Die sich im Detailplanungszeitraum ergebende EBITDA-Marge liegt oberhalb der historischen Bandbreite der CTP, was im Wesentlichen auf den überproportionalen Anstieg der Gesamtumsatzerlöse aufgrund der Flächenerweiterungen bei unterproportional ansteigenden betrieblichen Aufwendungen sowie Personalaufwendungen zurückzuführen ist. Die Vergleichsunternehmen der CTP weisen für den historischen Zeitraum von 2016 bis 2021 eine durchschnittliche EBITDA-Marge von 75,5 %, die unter den für die CTP geplanten EBITDA-Margen liegt. Insgesamt erachten wir die absolute Entwicklung des EBITDA als ambitioniert. Ebenfalls ambitioniert erachten wir die Entwicklung der EBITDA-Margen im externen Marktvergleich.
531. Die **Abschreibungen** resultieren ausschließlich aus der Abschreibung des Sachanlagevermögens. Sie sind für die Ertragslage der CTP von untergeordneter Bedeutung. Da die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien nach IFRS zum beizulegenden Zeitwert bilanziert werden, erfolgt keine planmäßige Abschreibung der Immobilien.
532. Das **EBIT** steigt ausgehend von 275,3 Mio. € im Geschäftsjahr 2021 auf 1.102,1 Mio. € im Geschäftsjahr 2026 an. Die **EBIT-Marge** entwickelt sich im Detailplanungszeitraum aufgrund der beschriebenen Effekte parallel zur EBITDA-Marge und steigt kontinuierlich von 73,2 %

- (2021) auf 83,6 % (2026). Die durchschnittliche EBIT-Marge der Peer Group der CTP weist für den historischen Zeitraum von 2016 bis 2021 eine EBIT-Marge von 75,1 % auf. Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die absolute Entwicklung des EBIT ambitioniert erscheint. Die Entwicklung der EBIT-Margen übertrifft im Detailplanungszeitraum die durchschnittliche EBIT-Marge der Peer Group und ist nach unseren Analysen ebenfalls als ambitioniert einzustufen.
533. Das **Finanzergebnis** besteht aus Zinsaufwendungen für Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten, Anleihen und sonstigen Finanzaufwendungen. Zinserträge und sonstige finanzielle Gewinne/Verluste werden nicht geplant. Der Planung der Zinsaufwendungen liegt eine Planung der verzinslichen Verbindlichkeiten wie eigener Unternehmensanleihen, Bankdarlehen sowie Leasingverbindlichkeiten zugrunde. Das Finanzergebnis sinkt insb. infolge der geplanten Anleiheemissionen auf bis zu -264 Mio. € in 2026. Dabei wird unterstellt, dass die CTP ihr Rating von BBB- beibehält und sich zu Forward-Rate-Konditionen refinanziert. Wir haben das Finanzergebnis auf Basis eigener Analysen im Rahmen unseres Bewertungsmodells nachvollzogen und erachten die zugrunde liegenden Annahmen als plausibel.
534. Das (bereinigte) **Ergebnis vor Steuern (EBT)** steigt ausgehend von 182,0 Mio. € im 2021 auf 837,8 Mio. € im Geschäftsjahr 2026 an. Die **EBT-Marge** erhöht sich zunächst von 48,4 % in 2021 auf 61,9 % in 2022 infolge der höheren Finanzaufwendungen in 2021 und entwickelt sich im Detailplanungszeitraum seitwärts zwischen 61,9 % und 65,3 %.
535. CTP hat im Detailplanungszeitraum mit Bezug auf das Ergebnis vor Steuern (EBT) eine effektive **Steuerquote** von 17,4 % zugrunde gelegt. Diese wurde auf Basis der gewichteten Steuersätze der einzelnen Länder abgeleitet. Im Rahmen eigener Analysen haben wir die Ermittlung der effektiven Steuerquote rechnerisch nachvollzogen und erachten die zugrunde liegende Annahme als plausibel. In der Original-Planungsrechnung der CTP bestehen die Ertragsteuern aus den laufenden Ertragsteuern und aus den latenten Ertragsteuern, die mit Bezug auf die Bewertungsergebnisse der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwerts entstehen, jedoch nicht zahlungswirksam sind. Die Bewertungsgutachterin hat bei der Planung der Unternehmenssteuern vom Einkommen und Ertrag die latenten Steuern vereinfachend weder in der Planung der Steuern vom Einkommen und Ertrag noch in der Planung der aktiven und passiven latenten Steuern berücksichtigt (vgl. Gutachtliche Stellungnahme ValueTrust, Tz. 717). Das Vorgehen erachten wir als angemessen.
536. Insgesamt ergibt sich im ersten Planjahr 2022 ein **Jahresüberschuss** der CTP i.H.v. 266,6 Mio. €, der bis zum Jahr 2026 auf 692,2 Mio. € ansteigt. Die Umsatzrendite

bezogen auf die Umsatzerlöse beträgt dabei im Jahr 2022 rd. 51,1 % und steigt bis zum Jahr 2025 auf bis zu 53,9 % an, bevor sie im letzten Planjahr 2026 auf 52,5 % sinkt.

537. Die **Bilanzplanung** sowie die von ValueTrust vorgenommenen Anpassungen in der Detailplanungsphase, betreffend die Bereinigung der Bewertungseffekte im Immobilienvermögen sowie die Bereinigung der Verbindlichkeiten aus latenten Steuern, haben wir nachvollzogen.

538. Zur anteiligen Finanzierung des geplanten operativen Wachstums durch Ausweitung des Flächenbestands sieht die Planung der Gesellschaft entsprechende Eigenkapitalzuführungen durch Kapitalerhöhungen vor.

d) Plananpassungen

539. Im Rahmen der Bewertung hat ValueTrust die Planungsrechnung der CTP, bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und zugehöriger Kapitalflussrechnung, übernommen. Die Bewertungsergebnisse der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwerts sowie die hieraus resultierenden latenten Steueraufwendungen hat ValueTrust bereinigt. Die Bereinigungen sind in der dargestellten Plan-GuV in der Tabelle 27 aus Gründen der Übersichtlichkeit bereits berücksichtigt.

540. Neben den genannten Anpassungen hat ValueTrust die Planungsrechnung der CTP („Detailplanungszeitraum“) um eine Konvergenzphase ergänzt, welche die Jahre 2027 bis 2029 umfasst, woran sich ein nachhaltiges Ergebnis ab dem Jahr 2030 anschließt. In ihrer gutachtlichen Stellungnahme hat ValueTrust die Konvergenzphase und das nachhaltige Ergebnis barwertäquivalent umgerechnet und dargestellt. Aus Gründen der Nachvollziehbarkeit werden wir im Rahmen unserer Analysen die GuV-Planung im Konvergenzzeitraum vollständig darstellen und erläutern.

e) Konvergenzphase und nachhaltiges Ergebnis

541. Da sich die CTP zum Ende des Detailplanungszeitraums im Geschäftsjahr 2026 noch nicht in dem für den Ansatz der ewigen Rente erforderlichen eingeschwungenen Zustand befindet, hat ValueTrust im Rahmen der Bewertung der CTP den Detailplanungszeitraum um eine Konvergenzphase ergänzt, welche die Jahre 2027 bis 2029 und ein nachhaltiges Ergebnis ab dem Jahr 2030 umfasst. Dabei hat sie eine Planung des Umsatzwachstums und der Margen vorgenommen. Eine detaillierte Planung einzelner Aufwandspositionen erfolgte hingegen nicht. Die nachhaltige Wachstumsrate hat ValueTrust i.H.v. 2,0 % ermittelt. Im Rahmen der Konvergenzphase leitet ValueTrust die Wachstumsraten der CTP auf dieses nachhaltige

Niveau über, sodass zum Ende der Konvergenzphase im Jahr 2029 das nachhaltige Wachstumsniveau erreicht wird.

542. Folgende Tabelle stellt die Plan-GuV in der Konvergenzphase sowie das nachhaltige Ergebnis gem. der Bewertung von ValueTrust dar.

CTP Gewinn- und Verlustrechnung	Plan 2026	Konv 2027	Konv 2028	Konv 2029	Terminal Value ab 2030
Original	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Umsatzerlöse	1.318,6	1.455,0	1.501,8	1.531,9	1.562,5
Wachstum in %	18,8	10,3	3,2	2,0	2,0
Gesamtumsatzerlöse	1.419,3	1.566,3	1.616,7	1.649,0	1.682,0
Wachstum in %	18,8	10,4	3,2	2,0	2,0
Betriebliche Aufwendungen	-227,7	-250,7	-259,5	-264,7	-270,0
Wachstum in %	19,8	10,1	3,5	2,0	2,0
in % der Umsatzerlöse	-16,0	-16,0	-16,1	-16,1	-16,1
Netto-Betriebsergebnis	1.191,6	1.315,6	1.357,2	1.384,3	1.412,0
in % der Umsatzerlöse	90,4	90,4	90,4	90,4	90,4
Personalaufwand	-80,4	-88,7	-91,6	-93,4	-95,3
in % der Umsatzerlöse	-6,1	-6,1	-6,1	-6,1	-6,1
Sonstige betriebliche Erträge	45,3	50,1	51,7	52,7	53,7
in % der Umsatzerlöse	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-30,4	-79,0	-90,2	-92,0	-93,8
in % der Umsatzerlöse	-2,3	-5,4	-6,0	-6,0	-6,0
EBITDA	1.126,1	1.197,8	1.227,0	1.251,5	1.276,6
in % der Umsatzerlöse	85,4	82,3	81,7	81,7	81,7
Abschreibungen	-23,9	-14,6	-17,9	-18,2	-18,6
in % der Umsatzerlöse	-1,8	-1,0	-1,2	-1,2	-1,2
Operatives Ergebnis (EBIT)	1.102,1	1.183,2	1.209,1	1.233,3	1.258,0
in % der Umsatzerlöse	83,6	81,3	80,5	80,5	80,5
Finanzergebnis	-264,4	-289,1	-260,7	-254,3	-259,4
Ergebnis vor Steuern (EBT)	837,8	894,1	948,4	979,0	998,6
in % der Umsatzerlöse	63,5	61,5	63,2	63,9	63,9
Unternehmenssteuern	-145,5	-155,3	-164,8	-170,1	-173,5
Jahresüberschuss	692,2	738,8	783,6	808,9	825,1
in % der Umsatzerlöse	52,5	50,8	52,2	52,8	52,8

Quelle: ValueTrust; IVA-Darstellung

Tabelle 28: Plan-GuV der CTP in der Konvergenzphase und nachhaltig

543. Die **Gesamtumsatzerlöse** steigen von 1.419,3 Mio. € im letzten Detailplanungszeitraum (2026) auf 1.616,7 Mio. € im Jahr 2028. Im gleichen Zeitraum reduziert sich die Wachstumsrate der Gesamtumsatzerlöse von 18,8 % sukzessive auf ein nachhaltiges Niveau von 2,0 % ab dem Jahr 2029. Die Gesamtumsatzerlöse bestehen aus den Umsatzerlösen (Vermietung, Hotel, Entwicklung) sowie den sonstigen Einnahmen (Servicegebühren und weiterbelastete Betriebs-

und Nebenkosten aus dem Vermietungsgeschäft). Die Entwicklung der Umsatzerlöse basiert dabei auf den angenommenen Wachstumsraten des Immobilienvermögens durch die in der Konvergenzphase angenommenen Entwicklungen und Akquisitionen. Entsprechend wachsen die Umsatzerlöse in der Konvergenzphase mit der gleichen Wachstumsrate, die sich auf Basis der Fortschreibung des Immobilienvermögens unter Berücksichtigung der Entwicklungen und Akquisitionen ergibt. Eine detaillierte Planung auf Basis Länderbasis erfolgt im Rahmen der Konvergenzphase nicht. Wir erachten die Fortschreibung der Umsatzerlöse im Rahmen der Konvergenzphase sowie die zugrundeliegenden Annahmen der Bewertungsgutachterin als nachvollziehbar und plausibel.

544. Die **betrieblichen Aufwendungen** ergeben sich im Rahmen der Konvergenzphase grundsätzlich als Residualgröße zwischen Umsatzerlösen und dem Netto-Betriebsergebnis. Das Netto-Betriebsergebnis aus dem Vermietungsgeschäft („Vermietungsergebnis“) und dem Entwicklungsgeschäft hat ValueTrust auf Basis der angenommenen Nettomietrendite des jeweiligen Jahres und des jeweiligen durchschnittlichen Buchwerts des Immobilienvermögens ermittelt. Das Netto-Betriebsergebnis aus den Hotels wurde mit der nachhaltigen Wachstumsrate fortgeschrieben.
545. Insgesamt entwickelt sich das Netto-Betriebsergebnis demnach von 1.191,6 Mio. € im letzten Detailplanungsjahr 2026 um insgesamt 165,6 Mio. € bzw. 13,9 % auf 1.357,2 Mio. € im Jahr 2028. Ab dem Jahr 2029 wächst das Netto-Betriebsergebnis analog den Umsatzerlösen in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate von 2,0 % p.a. Die Netto-Betriebsergebnis-Marge bleibt konstant bei 90,4 %. Wir haben die von ValueTrust getroffenen Annahmen zum **Netto-Betriebsergebnis** nachvollzogen und erachten die gewählte Vorgehensweise grundsätzlich als plausibel.
546. Der **Personalaufwand** wurde von ValueTrust mit einer konstanten Quote, bezogen auf das Netto-Betriebsergebnis im Vermietungsgeschäft, fortgeschrieben. Die **sonstigen betrieblichen Erträge** wachsen in der Konvergenzphase mit den Wachstumsrate der Umsatzerlöse aus der Vermietung.
547. Das **EBITDA** entwickelt sich von 1.126,1 Mio. € im letzten Detailplanungsjahr auf 1.251,5 Mio. € im Jahr 2029 und beträgt nachhaltig 1.276,6 Mio. €. Die **EBITDA-Marge** entwickelt sich von 85,4 % im Jahr 2026 bis zum Jahr 2028 auf ein nachhaltiges Niveau von 81,7 %. Der Rückgang der EBITDA-Marge ist nach ValueTrust darauf zurückzuführen, dass bei weiterem Umsatzwachstum zwar Skaleneffekte eintreten werden, jedoch auch die Aufwendungen, insb. Personalaufwendungen und sonstige betriebliche Aufwendungen eintreten werden (vgl. Gutachtliche Stellungnahme ValueTrust, Tz. 753). Die Annahme einer nachhaltigen EBITDA-Marge von 81,7 % wirkt sich insofern auf die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** aus, als dass sich diese auf Basis der EBITDA-Marge als Residualgröße ergibt. Die durch die

Bewertungsgutachterin zugrunde gelegte EBITDA-Marge erachten wir im Hinblick auf die historische Entwicklung der EBITDA-Margen der CTP und der Peer Group als plausibel.

548. Die **Abschreibungen** reduzieren sich im Konvergenzzeitraum auf etwa 1,1 % der Umsatzerlöse.
549. Auf Basis der beschriebenen Annahmen ergibt sich im Jahr 2026 ein **EBIT** i.H.v. 1.102,1 Mio. €, das bis zum Jahr 2029 um rd. 3,8 % p.a. auf 1.233,3 Mio. € ansteigt und nachhaltig 1.258,0 Mio. € beträgt. Die **EBIT-Marge** reduziert sich analog der EBITDA-Marge leicht von 83,6 % im letzten Jahr des Detailplanungszeitraums auf 80,5 % ab dem Jahr 2028. Die nachhaltige EBIT-Marge liegt innerhalb der Bandbreite im Detailplanungszeitraum und oberhalb der historischen Margen der Jahre 2019 bis 2021. Insgesamt erachten wir die Entwicklung des EBIT sowie der EBIT-Marge im Konvergenzzeitraum und nachhaltig als plausibel.
550. Das **Finanzergebnis** resultiert aus den von ValueTrust angenommenen Entwicklungen der entsprechenden Finanzverbindlichkeiten. Die Zinsaufwendungen setzen sich analog der Detailplanungsphase aus Zinsaufwendungen für Unternehmensanleihen sowie Zinsen für kurz- und langfristige Bankverbindlichkeiten zusammen. In Bezug auf die Verzinsung dieser Finanzverbindlichkeiten hat ValueTrust nachhaltig einen Zinssatz i.H.v. 2,1 % p.a. angenommen. Diesen Zinssatz hat ValueTrust auf Basis von Forward Rates für Unternehmen mit einem Fremdkapital-Rating von BBB- unter Berücksichtigung der entsprechenden Laufzeiten abgeleitet. Im Rahmen der Konvergenzphase leitet ValueTrust die jeweiligen Zinssätze der Finanzverbindlichkeiten gem. Planung der CTP auf dieses nachhaltige Niveau über. Im Rahmen unserer Analysen haben wir die Bestände der Finanzverbindlichkeiten, die jeweiligen Zinssätze sowie die daraus resultierenden Zinsaufwendungen nachvollzogen und erachten die Ableitung des Finanzergebnisses als plausibel.
551. Die **Ertragsteuern** wurden analog der Detailplanungsphase auf Basis eines Steuersatzes i.H.v. 17,4 %, bezogen auf das IFRS-EBT, abgeleitet.
552. In der Konvergenzphase ergibt sich daraus im Jahr 2026 ein **Jahresüberschuss** i.H.v. 692,2 Mio. €, der bis zum Jahr 2029 auf 808,9 Mio. € ansteigt und nachhaltig 825,1 Mio. € beträgt. Die Umsatzrendite entwickelt sich von 52,5 % im letzten Detailplanungsjahr auf 52,8 % ab dem Jahr 2029.
553. Insgesamt erachten wir die GuV-Planung in der Konvergenzphase als nachvollziehbar und plausibel.

554. Die **Fortschreibung der Bilanz** basiert hinsichtlich des **Immobilienvermögens** auf der Annahme, dass ab dem Jahr 2026 das Flächenwachstum auf ein nachhaltiges Niveau konvergiert. Entsprechend hat ValueTrust das Wachstum des Bilanzpostens im letzten Detailplanungsjahr i.H.v. 13,5 % bis zum Jahr 2029 auf das nachhaltige Niveau i.H.v. 2,0 % übergeleitet. Ab dem Jahr 2029 wurden keine weiteren Akquisitionen mehr geplant. Demnach beinhaltet das Wachstum dieses Bilanzpostens i.H.v. 2,0 % ab dem Jahr 2029 lediglich Unterhaltsinvestitionen in das bestehende Vermögen, wodurch implizit eine wirtschaftliche Nutzungsdauer des Immobilienvermögens von 50 Jahren unterstellt wird.
555. Die **übrigen Aktivposten** wurden von ValueTrust vereinfachend konstant oder in Abhängigkeit der Gesamtumsatzerlöse fortgeschrieben. Den Bestand an operativen liquiden Mitteln leitet ValueTrust im Rahmen der Konvergenzphase auf ein nachhaltiges Niveau i.H.v. 2,0 % der Bilanzsumme über. Die Quote orientiert sich dabei an den Mittelbeständen der Peer Group sowie an den historischen und von der CTP geplanten Liquiditätsbeständen.
556. Die **verzinslichen Verbindlichkeiten** entwickeln sich auf Basis der von ValueTrust in der Konvergenzphase unterstellten Zunahme des Immobilienvermögens. Nachhaltig unterstellt die Bewertungsgutachterin eine Net LTV-Quote von 43,3 %, die sich am Net-LTV der CTP aus dem Planungszeitraum orientiert. Nachhaltig wurde für die verzinslichen Verbindlichkeiten ein Wachstum in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate von 2,0 % unterstellt. Wir haben die geplante Entwicklung der verzinslichen Verbindlichkeiten auf Basis eigener Analysen nachvollzogen und erachten die zugrundeliegenden Annahmen, insb. im Hinblick auf die Entwicklung des LTV, als plausibel.
557. Die **übrigen Passivposten** wurden von ValueTrust vereinfachend konstant oder in Abhängigkeit der Gesamtumsatzerlöse fortgeschrieben. Ab dem Jahr 2029 beträgt das Wachstum aller Bilanzposten einheitlich 2,0 %.

f) Gesamtwürdigung und Anpassung der Planannahmen

558. Im Rahmen unserer Analysen haben wir uns mit der Planungsrechnung der CTP sowie der von ValueTrust getroffenen Annahmen im Rahmen der Konvergenzphase auseinandergesetzt. Zur Plausibilisierung haben wir die historische Entwicklung der CTP analysiert und diese den Ergebnissen unserer Marktanalysen sowie den Kennzahlen der Wettbewerber gegenübergestellt. Das geplante Entwicklungs- und Akquisitionsvolumen der CTP haben wir auf Basis der historischen Projektentwicklungen und Akquisitionen der CTP eingeordnet. Wir erachten die Planung der Umsatzerlöse der CTP, insbesondere den geplanten Ausbau der vermietbaren Flächen für ambitioniert, jedoch vor dem Hintergrund des zum 31. März 2022 im Plan liegenden Entwicklungs- und Akquisitionsvolumens als nachvollziehbar.

559. Die nachhaltige Netto-Betriebsergebnis-Marge beträgt 90,4 % und entspricht damit dem Wert des letzten Planjahres 2026. Insgesamt erachten wir die Entwicklung des Netto-Betriebsergebnisses sowie die Marge grundsätzlich als plausibel.
560. Die im Planungszeitraum aus dem Verhältnis des Netto-Betriebsergebnisses im Vermietungsgeschäft („Vermietungsergebnis“) zu den durchschnittlichen als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien (inkl. der auf die in Immobilien in Entwicklung unterstellten Margen) ermittelte Nettomietrendite steigt von 5,0 % in 2021 auf 5,4 % in 2026. Nachhaltig legt die Bewertungsgutachterin eine Nettomietrendite von 5,1 % zugrunde, die sie auf Basis der Historie und der Planung der CTP und anhand des Peer Group-Vergleichs ermittelt. Wir erachten die geplanten Nettomietrenditen als plausibel.
561. Für den Personalaufwand geht die CTP im Rahmen ihrer Planung von einer unterdurchschnittlichen Steigerung aus, die insbesondere aufgrund von Skaleneffekten (Fixkostendegression) resultiert. Die Personalaufwandsquote soll sich im Planungszeitraum von 8,3 % im Jahr 2022 auf 6,1 % in 2026 verringern.
562. Die EBITDA- sowie die EBIT-Margen sind im Planungszeitraum durch einen deutlichen Anstieg geprägt, der insbesondere aus der Verbesserung der Umsatzerlöse im Vermietungsgeschäft resultiert. Die EBITDA-Marge verbessert sich auf bis zu 85,4 % in 2026, die deutlich über den EBITDA-Margen der Vergleichsunternehmen liegt. Die Vergleichsunternehmen der CTP weisen für den historischen Zeitraum von 2016 bis 2021 nach unseren Analysen eine durchschnittliche EBITDA-Marge von 75,5 % auf. Die durch die Gutachterin in der Konvergenzphase und nachhaltig auf ein Niveau von 81,7 % abgesenkte EBITDA-Marge erachten wir als plausibel.
563. Die dem Finanzergebnis zugrundeliegenden Annahmen haben wir nachvollzogen. Den im Rahmen der Planung angenommenen Steuersatz i.H.v. 17,4 % konnten wir nachvollziehen und erachten diesen auf Basis eigener Analysen als plausibel.
564. Insgesamt ist die GuV-Planung in der Detailplanungs- und Konvergenzphase nach unseren Analysen nachvollziehbar und plausibel.
565. Die Bilanzplanung sowie die von ValueTrust vorgenommenen Anpassungen, betreffend die Eliminierung der Effekte aus dem Bewertungsergebnis, haben wir nachvollzogen und erachten diese als plausibel.

3. Zusammenfassung der Analyseergebnisse

566. Im Rahmen unserer Analyse der Geschäftsmodelle sowie der Planungsrechnungen der DIG und der CTP haben wir Gemeinsamkeiten und Unterschiede festgestellt, die wir im Folgenden noch einmal verdichtet zusammenfassen.
567. Die Geschäftstätigkeit der DIG umfasst den Ankauf sowie die Vermietung von Industrial Light Immobilien, ausschließlich in Deutschland. Die Geschäftstätigkeit der CTP hingegen ist international mit Fokus auf Osteuropa ausgerichtet und umfasst neben der Vermietung von Immobilien operative Tätigkeiten im Entwicklungs- und Hotelgeschäft, wobei Letzteres von untergeordneter Bedeutung ist. Im Vergleich zur DIG liegt der Fokus der CTP auf der eigenen Projektentwicklung von Immobilien. So werden gemäß Planungsrechnung der CTP rd. 75,0 % der neuen vermietbaren Flächen eigens entwickelt und lediglich 25,0 % von Dritten erworben. Insofern verfügt die CTP gegenüber der DIG über eine tiefere Wertschöpfungskette.
568. Das Chancen- und Risikoprofil der beiden Gesellschaften ist zwar unterschiedlich, aber in der Gesamtwürdigung kommen wir nach unseren Analysen zu dem Ergebnis, dass die operativen Risiken der beiden Unternehmen vergleichbar sind.
569. Die DIG vermietet ausschließlich deutsche Immobilien und profitiert von dem starken Wirtschaftsstandort Deutschland, der über eine gute Infrastruktur verfügt und geografisch mitten in Europa liegt. Die DIG profitiert damit im Wesentlichen von der konjunkturellen Entwicklung Deutschlands. Insbesondere war und ist die Unternehmensstrategie Industrial Light Immobilien mit einem objektbezogenen Investitionsvolumen zwischen 5,0 Mio. € und 50 Mio. € als erfolgreiche Nischenstrategie anzusehen. Nach Schätzungen der Gesellschaft liegt dieses Volumen, insbesondere in den Lagen, in denen die Gesellschaft tätig ist, einerseits eher über dem Anlagevolumen der meisten Privatanleger und andererseits tendenziell unter dem Betätigungsfeld vieler großer, auch internationaler, institutioneller Investoren.
570. Die CTP ist international in vielen osteuropäischen Ländern mit ihren Standorten breit diversifiziert und partizipiert sowohl an den Chancen als auch an den Risiken der konjunkturellen Entwicklungen in diesen Ländern. Sie hat in den vergangenen Jahren erfolgreich viele unbebaute Grundstücke in Osteuropa erworben und entwickelt und verfügt damit auch weiterhin über ein großes Entwicklungspotenzial, die Wachstumschancen aus eigener Kraft zu bewältigen.
571. Im Gegensatz hierzu ist es der DIG nur möglich, ihre Wachstumsstrategie erfolgreich zu gestalten, wenn sie geeignete Grundstücke erwerben kann. Aufgrund des Preisanstiegs in den letzten Monaten für Industrial Light Immobilien in Deutschland ist es fraglich, ob diese so preiswert wie in der Vergangenheit erworben werden können.
572. Die wirtschaftlichen und finanziellen Chancen und Risiken im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine sind ausgeglichen. Aus Sicht der CTP ergeben sich durch Umsiedlung von Unternehmen in Russland und der Ukraine neue Vermietungschancen insbesondere auch in den von der CTP adressierten osteuropäischen Ländern. Die größte Flüchtlingswelle seit dem 2. Weltkrieg wird jedoch auch viele Flüchtlinge nach Deutschland bringen, weil die staatlichen sozialen Sicherungssysteme bekanntermaßen gut sind. Andererseits kann es durch den Krieg in der Ukraine noch zu starken Verwerfungen auf den Kapitalmärkten kommen. Die Zinsen steigen national und international an. Die Finanzierung der Wachstumsstrategie der DIG und CTP sind davon gleichermaßen betroffen.
573. Im Hinblick auf das geplante Wachstum der **Mieterlöse** sind die Planungen der DIG und der CTP gleichermaßen ambitioniert. Die DIG unterstellt im Rahmen ihrer Planung, ausgehend vom letzten Ist-Jahr, eine CAGR der Mieterlöse i.H.v. 20,9 %. Dieses Wachstum soll im Wesentlichen durch eine akquisitionsbedingte **Erweiterung der Gesamtfläche** des Immobilienportfolios von ca. 2,2 Mio. Quadratmetern im Geschäftsjahr 2021/22 auf ca. 3,5 Mio. Quadratmeter im Geschäftsjahr 2024/25 erzielt werden, was einer CAGR i.H.v. 16,7 % entspricht. Die Planung der CTP geht von einer CAGR der Mieterlöse von 28,5 % aus, was deutlich oberhalb des von ihr in den Jahren 2019 bis 2021 erzielten durchschnittlichen Wachstums i.H.v. 16,0 % liegt. Das geplante Wachstum soll dabei im Wesentlichen durch eine Erweiterung der Gewerbefläche im Planungszeitraum gesteigert werden. Ausgehend von einer Gewerbefläche von 7,6 Mio. Quadratmetern im Jahr 2021 soll diese bis zum Jahr 2026 nahezu verdreifacht werden.
574. Die DIG plant für den Zeitraum zwischen den Geschäftsjahren 2020/21 und 2024/25 mit einer Steigerung der **Mieten je Quadratmeter** von 2,69 € auf 3,06 €, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 3,2 % entspricht. Die Mieten je Quadratmeter bei der CTP sollen im Planungszeitraum mit geringeren Zuwachsraten ansteigen als bei der DIG.
575. Die DIG nimmt in ihrer Planung eine sehr ambitionierte Reduzierung der **Leerstandsquote** an, die gemäß der Planung von 12,7 % im Geschäftsjahr 2020/21 auf 7,4% im Geschäftsjahr 2024/25 zurückgehen soll. Die CTP weist per Ende 2021 hingegen über das gesamte Immobilienportfolio hinweg lediglich eine Leerstandsquote von rd. 4,9 % auf, die auch im Planungszeitraum nahezu unverändert bleibt.
576. Die **Nettomietrendite** der DIG soll von 5,7 % im Jahr 2020/21 auf 6,4 % bis zum Jahr 2024/25 gesteigert werden, wohingegen die Nettomietrendite der CTP von 5,0 % im Jahr 2021 auf 5,4 % bis zum Jahr 2026 ansteigen soll, jedoch immer noch unterhalb der Nettomietrendite der DIG liegt. Insgesamt liegt den Planungen beider Gesellschaften eine positive Tendenz zugrunde.

577. Die **EBITDA- und EBIT-Margen** der CTP und DIG sind nicht miteinander vergleichbar, da die CTP über operative Tätigkeiten in den Bereichen Immobilienentwicklung und Hotels verfügt, wohingegen die DIG ausschließlich Mieterträge realisiert.
578. Die Planung der DIG unterstellt, ausgehend von einer **Net LTV-Quote** im Jahr 2020/21 i.H.v. rd. 50,0 %, einen Anstieg der Net LTV-Quote bis zum Jahr 2024/25 auf rd. 52,0 %. Die Planung der CTP sieht, ausgehend von einer Net LTV-Quote i.H.v. rd. 43,0 % im Jahr 2021, einen Anstieg auf rd. 47,0 %¹⁶ im Jahr 2026 vor, was im Vergleich zur DIG einer verhältnismäßig größeren Steigerung entspricht.

¹⁶ Die von uns ermittelte Net LTV-Quote weicht in ihrer Berechnung von der eigenen Berechnungsmethodik der CTP ab.

V. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

1. Vorbemerkung

579. Im folgenden Abschnitt wird die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes dargestellt, der für die Unternehmensbewertungen der DIG und CTP mit dem Ertragswertverfahren zugrunde gelegt wird. Zudem wird der Kapitalisierungssatz herangezogen, um die zum technischen Bewertungsstichtag 30. September bzw. 31. Dezember 2021 ermittelten NAV der DIG bzw. CTP auf den Bewertungsstichtag aufzuzinsen.
580. Im Ertragswertfahren werden die künftigen finanziellen Überschüsse durch Diskontierung auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz reflektiert dabei die Rendite einer Alternativinvestition, deren Zahlungsstrom im Hinblick auf die zeitliche Struktur, das Risiko und die Besteuerung als vergleichbar mit dem Zahlungsstrom einzuschätzen ist, den die Anteile des zu bewertenden Unternehmens vermitteln.
581. Ausgangsgröße für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist die Rendite einer risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Dieser Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der die mit einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens gegenüber einer Investition in ein risikofreies Zinspapier größere Unsicherheit über die Höhe der finanziellen Überschüsse abdecken soll.
582. Bei der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern sind die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern zu mindern und der Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern anzusetzen. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich demnach aus dem um die typisierte persönliche Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem Risikozuschlag nach persönlichen Ertragsteuern zusammen.
583. Bei der mittelbaren Typisierung wird unterstellt, dass die persönliche Ertragsteuerbelastung der Nettozuflüsse aus dem zu bewertenden Unternehmen der persönlichen Ertragsteuerbelastung der Alternativinvestition in ein Aktienportfolio entspricht. Auf eine explizite Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern kann daher bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes verzichtet werden. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich demnach aus dem nicht um die typisierte persönliche Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem Risikozuschlag vor persönlichen Ertragsteuern zusammen.
584. Zusätzlich ist die Möglichkeit des Wachstums der finanziellen Überschüsse nach dem Ende des Planungszeitraumes zu beurteilen und bewertungstechnisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.

2. Basiszinssatz

585. Die Ableitung des Basiszinssatzes beruht auf der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen. Hierbei bildet die Zinsstrukturkurve am Rentenmarkt den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten ab, wie er für Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko gelten würde. Die Verwendung aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteter fristadäquater Zerobondrenditen gewährleistet die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz.
586. Zur Ableitung der maßgeblichen Zinsstrukturkurve werden aus Objektivierungsgründen die von der Deutschen Bundesbank verwendete Svensson-Methode sowie veröffentlichte Zinsstrukturdaten auf Basis der Kurse börsennotierter Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von bis zu rd. 30 Jahren herangezogen. Bei den veröffentlichten Zinsstrukturdaten handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d. h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatz-anweisungen, ermittelt werden.
587. Die Bewertungsgutachterin hat die Parameter der Deutschen Bundesbank zugrunde gelegt und auf dieser Grundlage einen einheitlichen Basiszinssatz ermittelt und diesen in Übereinstimmung mit der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) empfohlenen Vorgehensweise gerundet. Der auf diese Weise ermittelte und in den Bewertungen zugrunde gelegte einheitliche Basiszinssatz beläuft sich zum 8. April 2022 nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin vor persönlichen Steuern auf gerundet 0,40 % und nach persönlichen Steuern auf 0,29 %.
588. In seiner Sitzung am 22. Oktober 2019 hat der FAUB erörtert, ob und wie weit die Kapitalkostenempfehlungen auf der Basis der aktuellen Entwicklungen auf den Kapitalmärkten anzupassen sind. Vor dem Hintergrund der fortgesetzten und jüngst wieder verstärkten expansiven Geldpolitik der EZB (quantitative easing), die einen europäischen Sonderweg darstellt und für die aktuell auch noch kein Ende abzusehen ist, hat der FAUB in Bezug auf den Basiszinssatz diskutiert, inwieweit es noch sinnvoll ist, unverändert an der Festlegung der Zinsstrukturkurve aus den Kupon-Renditen deutscher Staatsanleihen als Schätzer für den risikolosen Basiszins festzuhalten. Insbesondere diskutiert wurde die Fortschreibung der Kurve ab dem Jahr 31 mit der Spot-Rate des Jahres 30. Im Rahmen seiner o.g. Sitzung hat der FAUB beschlossen, zunächst unverändert an der bisherigen Vorgehensweise festzuhalten, diese aber fortlaufend kritisch zu hinterfragen.
589. Wir haben die Ableitung des Basiszinssatzes durch die Bewertungsgutachterin anhand eigener Berechnungen nachvollzogen. Zum Zeitpunkt der Durchführung der Analysen zum 8. April 2022 durch die Bewertungsgutachterin lag der risikolose Basiszinssatz vor persönlichen Steuern gerundet bei 0,40 %. Nach unseren aktuellen Analysen liegt der

risikolose Basiszinssatz nach der vom FAUB empfohlenen Vorgehensweise mit Stand vom 22. April 2022 inzwischen gerundet bei 0,50 %. Im Rahmen eigener Plausibilisierungsbetrachtungen haben wir daher ergänzend einen Basiszinssatz vor persönlichen Steuern von 0,50 % zugrunde gelegt. Dies entspricht einem Basiszinssatz nach persönlichen Steuern von 0,37 %. Unter der Annahme eines Basiszinssatzes i.H.v. 0,50 % vor persönlichen Steuern würde sich c.p. ein niedrigerer Unternehmenswert bzw. Wert je Aktie der DIG und der CTP ergeben.

590. Gleichwohl weisen wir darauf hin, dass in der Bewertungspraxis und -theorie auch die Auffassung vertreten wird, dass der Basiszinssatz derzeit nach unten verzerrt sei, so dass eine unreflektierte und unmittelbare Übernahme bei der Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes als kritisch anzusehen sei. Eine Anpassung des Basiszinssatzes wird insb. von verschiedenen internationalen Autoren und Bewertungspraktikern vertreten. So sehen Pratt/Grabowski aufgrund der derzeitigen Niedrigzinsphase einen Anpassungsbedarf beim Basiszinssatz auf ein „normalisiertes“ nachhaltiges Niveau (vgl. *Grabowski, R., Cost of Capital Update – Matching Risk and Return in the Post-Crisis World*, EAVCA-Jahreskonferenz 2014).
591. Diese Sichtweise findet sich auch in aktuellen Veröffentlichungen von Duff & Phelps, die bei Unternehmensbewertungen bevorzugt auf eine sog. „normalized Risk-free Rate“ abstellen würden. Sofern stattdessen eine aktuelle „Spot Rate“ für den risikolosen Basiszins herangezogen würde, wäre es hingegen nicht sachgerecht, auf eine auf Basis von langfristigen historischen Durchschnitten ermittelte Marktrisikoprämie zurückzugreifen. Eine Konsistenz zwischen den Parametern risikoloser Basiszins und erwartete Marktrisikoprämie sei jeweils sicherzustellen (vgl. Duff & Phelps, *Valuation Insights*, Third Quarter 2016, S. 6 f.). Sofern der Kapitalisierungszins ausgehend von aktuellen, durch die Eingriffe der Zentralbanken beeinflussten „Spot Rates“ (als risikoloser Basiszins) und historischen Marktrisikoprämien ermittelt wird, könne dies nach Auffassung der Autoren zu unsinnigen Ergebnissen führen (vgl. Duff & Phelps, *Valuation Insights*, Third Quarter 2016, S. 7).
592. In einer gutachtlichen Stellungnahme für das Bundeswirtschaftsministerium zur Bewertung der Rückstellungen im Kernenergiebereich aus dem Jahr 2015 stellen die Gutachter von Warth & Klein fest, dass die von der Bundesbank verwendete Schätzmethode „vordringlich einer bestmöglichen Abbildung der Zinsstrukturkurve im kurz- und mittelfristigen Bereich“ dient (vgl. Warth & Klein Grant Thornton, *Gutachtliche Stellungnahme zur Bewertung der Rückstellungen im Kernenergiebereich*, vom 9. Oktober 2015, Tz. 238 ff.). Da üblicherweise nach der vom IDW empfohlenen Berechnungsmethode für den Basiszinssatz der Zinssatz ab dem 30. Jahr fortgeschrieben wird, haben die Gutachter von Warth & Klein in Frage gestellt, wie sich die Zinsstrukturkurve jenseits des Zeitraums weiterentwickelt. Sie unterstellen, dass sich das Zinsniveau sehr langfristig einem fundamental begründeten nachhaltigen Zinsniveau annähern wird. Zur Modellierung einer auf den tatsächlichen Marktzinsen aufsetzenden und

sich einem nachhaltigen Zinssatz annähernden Zinsstrukturkurve verwenden die Gutachter von Warth & Klein die Zinsstrukturkurve auf Basis der Berechnungsmethode der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen (EIOPA), die explizit eine sehr langfristige Zinsentwicklung (rund 60 Jahre) berücksichtigt. Aus dieser Zinsstrukturkurve geht hervor, dass sich die Zinsen ausgehend von den tatsächlichen Renditen der nächsten 20 Jahre über weitere 40 Jahre einem nachhaltigen nominalen Zinsniveau von 4,2 % annähern, wobei eine Inflationserwartung von 2,0 % respektive eine Realrendite von 2,2 % zugrunde liegt.

593. Vor dem geschilderten Hintergrund wäre u.E. grundsätzlich auch die Verwendung eines höheren Basiszinssatzes, zumindest im nachhaltigen Ergebnis, vertretbar. Damit einher ginge jedoch auch eine reduzierte Marktrisikoprämie, so dass sich für die Ermittlung der Barabfindung kompensierende Effekte ergeben würden. Da uns normalisierte Basiszinssätze bisher in der Bewertungspraxis bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen nicht bekannt sind respektive auch nicht Gegenstand der Rechtsprechung sind, haben wir diesen Ansatz nicht weiterverfolgt.

3. Risikozuschlag

594. Die beiden Handlungsalternativen „Investition in das Unternehmen“ und „Investition in die Alternativanlage“ müssen hinsichtlich ihrer Risiken vergleichbar sein. Bei der Risikobeurteilung ist grundsätzlich die Risikoneigung des Investors zu beachten. Allerdings kann bei einer objektivierten Unternehmensbewertung die subjektive Risikoneigung eines bestimmten Investors nicht berücksichtigt werden. Daher wird die subjektive Risikoneigung üblicherweise durch das allgemeine Verhalten des Marktes ersetzt. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen sehen (Anlegerrisiko), ist ein Zuschlag zum Basiszins notwendig.
595. Zur Ermittlung des Risikozuschlages kann auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden. Das in Theorie und Praxis gebräuchlichste Modell ist das Capital-Asset-Pricing-Model (**CAPM**).
596. Zur Ermittlung der Risikoprämie wird zwischen dem unsystematischen Risiko, das nur das einzelne Unternehmen betrifft und daher grundsätzlich diversifizierbar ist, und dem systematischen Risiko unterschieden. Eine Risikoprämie wird nur für das systematische, nicht durch Diversifikation zu beseitigende Risiko bezahlt. Gemessen wird das systematische Risiko über den so genannten Betafaktor. Der Betafaktor ist ein Maß für das Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Die Risikoprämie erhält man durch Multiplikation des **Betafaktors** des Unternehmens mit der **Marktrisikoprämie**. Ein Betafaktor größer 1 bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf

Schwankungen des Marktes reagiert; ein Betafaktor kleiner 1 bedeutet, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.

a) Marktrisikoprämie

597. Ein Schätzwert für die erwartete **Marktrisikoprämie** lässt sich aus der historischen Differenz zwischen der Rendite risikobehafteter Wertpapiere, die bspw. aus einem Aktienindex errechnet werden kann, und der Rendite (quasi-)risikofreier Kapitalmarktanlagen bestimmen. Empirische Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit in Abhängigkeit von dem zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum, der statistischen Methode zur Mittelwertbildung sowie des für die Untersuchung herangezogenen Indexes (DAX, CDAX etc.) deutlich höhere Renditen erzielten als Anlagen in (quasi-)risikofreien Kapitalmarktanlagen.
598. Aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie unter Berücksichtigung der auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämien ist der FAUB des IDW im September 2012 zu der Einschätzung gekommen, dass es sachgerecht ist, für die Marktrisikoprämie eine Bandbreite von 5,5 % bis 7,0 % vor persönlichen Ertragsteuern bzw. von 5,0 % bis 6,0 % nach persönlichen Ertragsteuern als Orientierung zugrunde zu legen.
599. Die derzeit zu beobachtende Situation an den Kapitalmärkten ist trotz des jüngst zu beobachtenden Zinsniveaustiegs weiterhin u.a. dadurch gekennzeichnet, dass die Rendite langlaufender deutscher Staatsanleihen und die korrespondierende Zinsstrukturkurve auf niedrige Niveaus gesunken sind. Diese Entwicklung geht einher mit einer Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank, die auch in den kommenden Jahren grundsätzlich noch erwartet wird. Die Rendite deutscher Staatsanleihen liegt deutlich unter der laufzeitkongruenten Rendite anderer europäischer Staatsanleihen. Inflationsbereinigt weisen deutsche Staatsanleihen sogar negative Renditen auf. Damit entspricht die Kapitalmarktsituation weiterhin nicht der Konstellation, wie sie im Durchschnitt für die Vergangenheit beobachtbar war, sondern weist auf eine erhöhte Risikoaversion der Kapitalmarktteilnehmer hin.
600. In Wissenschaft und Praxis wird überwiegend die Auffassung vertreten, dass durch die Finanzkrise insgesamt nicht von einer gesunkenen Gesamtrenditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer auszugehen ist. Zudem wird vertreten, dass der Basiszins und die Marktrisikoprämie im Rahmen einer ganzheitlichen Betrachtung zu würdigen sind. Eine isolierte Betrachtung des Basiszinssatzes ist genauso wenig sachgerecht wie eine isolierte Betrachtung der Marktrisikoprämie. Bei weitgehend konstanten erwarteten (realen) Renditen des Marktportfolios führt folglich jede Erhöhung des Basiszinssatzes zu einer gleichzeitigen Reduzierung der Marktrisikoprämie und umgekehrt. Dies bedeutet in der Praxis, dass

veränderte Kapitalmarktverhältnisse auch Auswirkungen auf die erwartete Marktrisikoprämie haben. Im Ergebnis führt dies zu einer schwankenden Marktrisikoprämie. Dieser Zusammenhang wird grundsätzlich auch von der Deutschen Bundesbank festgestellt, wenn sie explizit darauf hinweist, dass die gegenwärtige Höhe der Aktienrisikoprämie als relatives Bewertungsmaß von Aktien im Vergleich zu Bundesanleihen auf das derzeit niedrige Zinsniveau bedingt sei (vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April 2016, S. 29). Zudem lässt sich diese Aussage grundsätzlich auch anhand der Entwicklung der impliziten Marktrisikoprämien stützen (vgl. zur Entwicklung der impliziten Marktrisikoprämie auch Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April 2016, S. 18 und S. 29). So ist seit dem Absinken des Basiszinssatzes in den Jahren 2008/09 ein Anstieg der impliziten Marktrisikoprämie ersichtlich.

601. In der Vergangenheit war bei relativ moderaten Schwankungen des Basiszinssatzes der Ansatz einer konstanten, aus historischen Durchschnitten abgeleiteten Marktrisikoprämie grundsätzlich sachgerecht, da aus dieser vereinfachenden Vorgehensweise im Ergebnis relativ stabile Gesamtrenditeforderungen resultierten, die als gesuchte Alternativrenditen herangezogen werden konnten und auch empirisch beobachtbar waren. In der jüngeren Vergangenheit schlugen sich jedoch die krisenbedingt hohen Volatilitäten des Basiszinssatzes immer stärker in den sich rechnerisch bei Ansatz einer konstanten Marktrisikoprämie ergebenden Gesamtrenditeforderungen nieder. Demgegenüber bewegen sich die empirisch beobachtbaren impliziten Gesamtrenditeforderungen der Marktteilnehmer aber in einem engen Korridor, was die Annahme einer langfristig stabilen Gesamtrenditeforderung empirisch stützt. Als Ergebnis ist daher festzuhalten, dass aufgrund der besonderen Kapitalmarktsituation zum Bewertungsstichtag die frühere vereinfachende Vorgehensweise zur Ableitung der bewertungsrelevanten Gesamtrenditeforderung als gesuchte Alternativrendite auf der Basis einer konstanten, auf historischen Durchschnitten basierenden Marktrisikoprämie nicht mehr sachgerecht ist, da sich bei einer solchen Vorgehensweise eine – von empirischen Beobachtungen signifikant abweichende – Gesamtrenditeforderung ergeben würde.
602. Insbesondere vor dem Hintergrund eines stark gesunkenen Basiszinssatzes und der damit zum Ausdruck kommenden gestiegenen Risikoaversion hat der FAUB in seiner 134. Sitzung am 29. Mai 2019 diskutiert, ob die Empfehlungen zur Marktrisikoprämie anzupassen sind. Nach der Analyse des FAUB wurde zu diesem Zeitpunkt in der Gesamtschau noch kein Handlungsbedarf gesehen, die Empfehlungen anzupassen. Allerdings wurde die Empfehlung ausgesprochen, bei Unternehmensbewertungen vor persönlichen Ertragsteuern zu prüfen, ob der zu beobachtenden Kapitalmarktsituation mit dem Ansatz einer Marktrisikoprämie am oberen Rand der empfohlenen Bandbreite Rechnung zu tragen ist. Der Basiszinssatz betrug zu diesem Zeitpunkt 0,7 %.

603. Zwischenzeitlich ist das Niveau des Basiszinssatzes weiter deutlich gesunken. In seiner 136. Sitzung am 22. Oktober 2019 hat der FAUB des IDW erörtert, ob und wieweit die Kapitalkostenempfehlungen auf der Basis der aktuellen Entwicklungen auf den Kapitalmärkten anzupassen sind. In ihrer Sitzung vom 22. Oktober 2019 hat der FAUB beschlossen, seine Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern auf 6,0 % bis 8,0 % und für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern auf 5,0 % bis 6,5 % anzuheben. In ihrer 153. Sitzung vom 10. Februar 2022 hat der FAUB bestätigt, dass in der Gesamtschau kein Handlungsbedarf besteht, die Empfehlungen vom 22. Oktober 2019 anzupassen.
604. Im zuletzt veröffentlichten fachlichen Hinweis „Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen“ vom 20. März 2022 behandelt der FAUB die Auswirkungen des Ukraine-Kriegs auf Unternehmensbewertungen. Demnach orientiert sich der Kapitalisierungszinssatz auch in der gegenwärtigen Situation des Ukraine-Krieges an langfristigen Analysen von durchschnittlichen Marktrenditen, die nach Ansicht des FAUB in einer Größenordnung zwischen 7,0 % und 9,0 % (nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern) liegt. Der FAUB sieht die Marktrisikoprämie nach wie vor innerhalb einer Bandbreite zwischen 6,0 % und 8,0 % (nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern). Die Kapitalkostenempfehlung des FAUB vom 22. Oktober 2019 gilt weiterhin.
605. Die Bewertungsgutachterin hat für ihre Bewertung eigene Analysen zur der historischen Marktrisikoprämie durchgeführt. Auf Basis der Analystenschätzungen für den DAX bzw. MDAX hat die Bewertungsgutachterin für den Zeitraum von 2013 bis zum Bewertungsstichtag implizite Marktrenditen von 8,60 % bzw. 9,20 % ermittelt. Nach Abzug des Basiszinssatzes von 0,40 % liegt die Bandbreite der Marktrisikoprämie nach Ansicht der Bewertungsgutachterin eher zwischen 8,20 % bis 8,80 % und damit über dem oberen Ende der vom FAUB empfohlenen Bandbreite. Schlussendlich folgt die Bewertungsgutachterin der gängigen Praxis der Unternehmensbewertung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen und zieht den Mittelwert der empfohlenen FAUB-Bandbreite heran. Vor dem Hintergrund der eigenen Analysen führt die Bewertungsgutachterin Sensitivitätsanalysen mit einer Marktrisikoprämie am oberen Ende der empfohlenen FAUB-Bandbreite von 8,0 % vor persönlichen Steuern bzw. 6,5 % nach persönlichen Steuern durch.
606. Wir halten die von der Bewertungsgutachterin angesetzte **Marktrisikoprämie** vor persönlichen Ertragsteuern i.H.v. 7,0 % und 8,0 % bzw. im Falle der DIG nach persönlichen Ertragsteuern i.H.v. 5,75 % und 6,5 % für plausibel. Eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern i.H.v. 7,0 % bzw. nach persönlichen Ertragsteuern i.H.v. 5,75 % als Mittelwert der empfohlenen Bandbreite des FAUB erachten wir als naheliegend.

b) Betafaktor der DIG

607. Die für ein Marktportfolio geschätzte Risikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Dieses unternehmensspezifische Risiko wird nach dem CAPM bzw. dem Tax-CAPM im sog. Betafaktor ausgedrückt. Die Höhe des Betafaktors spiegelt das Ausmaß des systematischen, nicht durch Kapitalmarkttransaktionen diversifizierbaren Risikos einer Aktie wider. Je höher der Betafaktor ist, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie der Anleger. Er berechnet sich aus dem Zusammenhang zwischen der Renditeschwankung der konkreten Aktie und der Markttrenditeschwankung. Ein Betafaktor größer eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Betafaktor kleiner eins, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.
608. Die Ermittlung des Betafaktors erfolgt für börsennotierte Bewertungsunternehmen mittels Regressionsanalysen aus Kapitalmarktdaten. Ist das zu bewertende Unternehmen hingegen nicht börsennotiert bzw. die Kapitalmarktdaten nicht aussagekräftig, kann der Betafaktor indirekt aus einer Gruppe von vergleichbaren, börsennotierten Unternehmen (Peer Group) abgeleitet werden.
609. Bei der Bewertung der DIG wurde von der Bewertungsgutachterin auf der Basis einer Peer Group-Analyse ein unverschuldeter Betafaktor von 0,55 zugrunde gelegt. Hierzu haben wir die folgenden Feststellungen getroffen:

Eigener Betafaktor der DIG

610. Die Aktie der DIG war bis zum 25. Januar 2022 an der Frankfurter Wertpapierbörse im regulierten Markt (Prime Standard) zum Handel zugelassen.
611. Die Bewertungsgutachterin hat eine Analyse des eigenen Betafaktors der DIG für Beobachtungszeiträume von vier Jahren mit monatlichen Renditen und von zwei Jahren mit wöchentlichen Renditen durchgeführt. Der ermittelte Betafaktor wurde anschließend anhand des Bestimmtheitsmaßes und des t-Tests auf seine statistische Güte geprüft. Für den zweijährigen Beobachtungszeitraum konnte kein statistisch valider eigener Betafaktor abgeleitet werden. Für den vierjährigen Betrachtungszeitraum wurde hingegen ein statistisch valider eigener Betafaktor zwischen 0,5 bis 0,6 ermittelt. Vor dem Hintergrund der fehlenden statistischen Validität des eigenen Betafaktors der DIG hat die Bewertungsgutachterin auf die Ableitung eines Betafaktors aus einer Gruppe von vergleichbaren, börsennotierten Unternehmen zurückgegriffen.

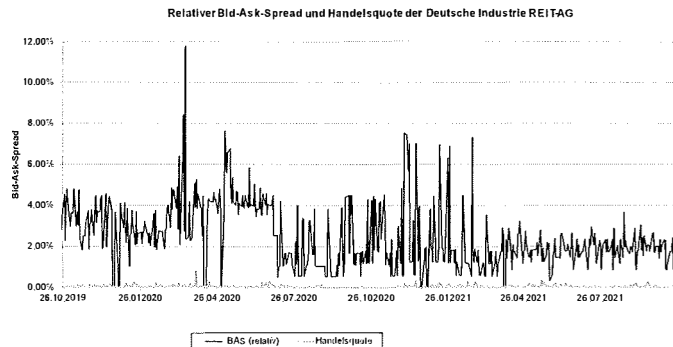
612. Im Rahmen der Beurteilung der Eignung des unternehmenseigenen Betafaktors als belastbarer Schätzer des Unternehmensrisikos der DIG haben wir zunächst die Liquidität im Handel mit Aktien der DIG für den zweijährigen, dreijährigen sowie fünfjährigen Zeitraum vor dem 26. Oktober 2021, den Tag der Veröffentlichung des öffentlichen Übernahme- und Delisting-Angebots, untersucht. Diesem Vorgehen liegt der Gedanke zugrunde, dass die Regression von Betafaktoren nur dann zu belastbaren Ergebnissen führt, wenn sich die zugrunde liegenden Aktienkurse sachlich und zeitlich unverzerrt an die Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen, also reagibel sind auf neue, kursrelevante Informationen.¹⁷ Reagibilität wird in diesem Zusammenhang bei Vorhandensein ausreichender Liquidität vermutet. Die Verwendung ausschließlich nicht verzerrter Marktdaten und damit liquider Aktien kommt der Modellwelt des CAPM, welches auf der Annahme eines vollkommenen und informationseffizienten Kapitalmarktes beruht, sehr nahe.
613. Es ist an dieser Stelle jedoch darauf hinzuweisen, dass Liquidität im Schrifttum nicht exakt definiert ist. Gradmesser für die Liquidität können u.a. Handelsvolumen sowie Transaktionskosten sein, welche anhand der Geld-Brief-Spannen (im Folgenden: „Bid-Ask-Spreads“, „BAS“) approximiert werden. Ein hinreichendes Handelsvolumen sowie geringe Transaktionskosten für Käufe und Verkäufe von Aktien gelten als Grundlage für eine schnelle und freie Preisbildung und somit als wesentliche Bedingung für einen unverzerrten Anpassungsprozess des Aktienkurses.¹⁸ Darüber hinaus ist empirisch für den CDAX bereits gezeigt worden, dass Betafaktoren den rein statistischen t-Test bestehen können, obwohl bereits verzerrte Aktienkurse in diesem Beobachtungszeitraum zu vermuten waren.¹⁹
614. Die Differenz zwischen Geld- und Briefkurs ist in Form von Transaktionskosten von den Marktteilnehmern zu tragen. Der relative BAS kennzeichnet die prozentuale Abweichung des absoluten BAS vom Mittelwert aus Geld- und Briefkurs. Je geringer der relative BAS ist, desto liquider ist das gehandelte Wertpapier. Die Marktteilnehmer haben in diesem Fall eine nahezu einheitliche Einschätzung über den Wert eines Wertpapiers. Eine einheitliche Untergrenze zur Abgrenzung von illiquiden Aktienkursen anhand des BAS hat sich bisher in der Unternehmensbewertungspraxis jedoch nicht etabliert. Eine qualitative Aussage zur Entwicklung des BAS im Beobachtungszeitraum ist dennoch möglich.

¹⁷ Vgl. Schulte/Franken, Beurteilung der Eignung von Betafaktoren mittels R^2 und T-Test: Ein Irrweg?, in: Die Wirtschaftsprüfung, Heft 22, 2010, S. 1115.

¹⁸ Vgl. Schulte/Franken, a.a.O., S. 1115.

¹⁹ Vgl. Schulte/Franken, a.a.O., S. 1115.

615. Die folgende Abbildung zeigt die Entwicklung der Handelsquote sowie des relativen Bid-Ask-Spreads der DIG im Zeitraum vom 26. Oktober 2019 bis 25. Oktober 2021.



Quelle: Bloomberg; IVA-Analyse

Abbildung 29: Handelsquote und relativer Bid-Ask-Spread der Deutsche Industrie REIT AG im Zeitraum vom 26. Oktober 2019 bis 25. Oktober 2021

616. Die durchschnittliche Handelsquote für die Aktie der DIG liegt im Betrachtungszeitraum bei 0,03 %. Die Handelsquote sagt aus, welcher Anteil der frei handelbaren Aktien (Free-Float) gehandelt wurde. Der durchschnittliche tägliche Handelsumsatz beträgt im Betrachtungszeitraum rd. 72 T€.
617. Der durchschnittliche relative Bid-Ask-Spread der Aktie der DIG liegt bei 2,06 % und deutet darauf hin, dass von einer relativ geringen Liquidität im Aktienhandel der DIG ausgegangen werden kann. Nach unseren Einschätzungen kann auf Grundlage des BAS und des geringen Handelsumsatzes der unternehmenseigene Betafaktor der DIG verworfen werden.
618. Auf dieser Grundlage erachten wir die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin, den Betafaktor aus einer Peer Group abzuleiten, für sachgerecht.

Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group

619. Im Rahmen einer Peer Group-Analyse hat die Bewertungsgutachterin zwölf börsennotierte Unternehmen mit einem grundsätzlich mit der DIG vergleichbaren Geschäftsmodell (Vermietung und Verwaltung von Industrieimmobilien), dem geografischen Fokus auf Europa und einer Marktkapitalisierung von mindestens 50 Mio. €, identifiziert. Weitere Auswahlkriterien waren, dass die Unternehmen keine Wohnimmobilien im Portfolio halten und

der Anteil von industriellen Gewerbeimmobilien (Lager, Gewerbepark, Logistik und Light Industrial) mehr als 59 % beträgt.

620. Für diese Unternehmen wurden die Betafaktoren abgeleitet und im Hinblick auf statistische Kriterien gewürdigt. Die Peer Group der Bewertungsgutachterin enthält folgende zwölf Unternehmen:

- **abrdn European Logistics Income plc, London/Vereinigtes Königreich („abrdn“)**, ist ein Asset Manager, der in ein Portfolio von Gewerbeimmobilien in fünf europäischen Ländern investiert ist. Der Fokus liegt dabei auf Logistikimmobilien in Distributionszentren in der Nähe von Ballungsgebieten, die sich zu 35,3 % auf die Niederlande, 29,5 % auf Spanien, 13,5 % auf Polen, 11,2 % auf Frankreich und zu 10,5 % auf Deutschland verteilen. Zum 31. Dezember 2021 umfasst das Portfolio insgesamt 23 Bestandsimmobilien mit 640.826 m² Brutto-Mietfläche und einem Marktwert von 666,0 Mio. €. Im letzten Berichtsjahr zum 30. Juni 2021 erzielte abrdn Umsatzerlöse i.H.v. 24,7 Mio. € wovon 21,5 Mio. € auf Mieterträge entfallen. Das Ergebnis vor Steuern beträgt dabei 15,7 Mio. €.
- **Argan SA, Neuilly-sur-Seine/Frankreich („Argan“)**, ist in der Planung, dem Bau, der Entwicklung, der Verwaltung und der Vermietung von Logistikimmobilien sowie der Entwicklung und Bewirtschaftung von Grundstücken tätig. Die Objekte befinden sich ausschließlich in Frankreich. Zum 31. Dezember 2021 umfasst das Portfolio insgesamt 90 Objekte mit 3.265.000 m² Brutto-Mietfläche und einem Marktwert von 3.745,0 Mio. €. Im Geschäftsjahr 2021 erzielte Argan Umsatzerlöse i.H.v. 185,7 Mio. €, wovon 156,8 Mio. € auf Mieterträge entfallen. Das Ergebnis vor Steuern beträgt dabei 676,3 Mio. € bzw. 115,3 Mio. € vor Sonder- und Einmaleffekten.
- **Catena AB, Helsingborg/Schweden („Catena“)**, besitzt, entwickelt, verwaltet und verkauft Logistikimmobilien in Schweden. Die Objekte befinden sich ausschließlich in Schweden und unterteilen sich zu 41,9 % auf Distribution, 48,9 % auf Logistiklager und zu 11,9 % auf Terminals. Zum 31. Dezember 2021 umfasst das Portfolio insgesamt 126 Objekte mit 2.125.900 m² Brutto-Mietfläche und einem Marktwert von 2.202,0 Mio. €. Im Geschäftsjahr 2021 erzielte Catena Umsatzerlöse i.H.v. 134,7 Mio. €, die nahezu vollumfänglich auf Mieterträge entfallen. Das Ergebnis vor Steuern beträgt dabei 327,4 Mio. € bzw. 99,8 Mio. € vor Sonder- und Einmaleffekten.
- **KMC Properties ASA, Trondheim/Norwegen („KMC“)**, ist ein Immobilienunternehmen, das Industrie- und Logistikimmobilien in Skandinavien sowie ein Bürogebäude in Moskau besitzt und verwaltet. Zum 31. Dezember 2021 umfasst das Portfolio insgesamt 45 Bestandsimmobilien mit 360.000 m² Brutto-Mietfläche und

einem Marktwert von 406,6 Mio. €. Im Geschäftsjahr 2021 erzielte KMC Umsatzerlöse i.H.v. 22,6 Mio. €, die nahezu vollumfänglich auf Mieterträge entfallen. Das Ergebnis vor Steuern beträgt dabei 38,2 Mio. € bzw. 7,2 Mio. € vor Sonder- und Einmaleffekten.

- **Montea N.V., Erembodegem/Belgien („Montea“)**, ist ein Immobilienentwickler. Das Unternehmen ist auf Logistikimmobilien wie Lagerhallen und Speicher fokussiert. Montea besitzt zum 31. Dezember 2021 insgesamt 79 Objekte die sich geografisch auf Belgien (37), die Niederlande (23), Frankreich (17) und Deutschland (2) verteilen. Das Portfolio mit insgesamt 1.545.000 m² Brutto-Mietfläche hat einen Marktwert von 1.548,0 Mio. €. Im Geschäftsjahr 2021 erzielte Montea Umsatzerlöse i.H.v. 94,4 Mio. €, wovon 85,7 Mio. € auf Mieterträge entfallen. Das Ergebnis vor Steuern beträgt dabei 254,5 Mio. € bzw. 78,7 Mio. € vor Sonder- und Einmaleffekten.
- **SEGRO Plc, London/Vereinigtes Königreich („Segro“)**, ist ein Immobilieninvestment- & Erschließungsunternehmen, das flexible Gewerbeflächen in Europa wie Büros, leichte Industrie-, Logistik-, Lager- und Datenzentren anbietet. Der geografische Fokus liegt gemessen am Portfoliowert zu 66,9 % auf dem heimischen britischen Markt, 19,9 % auf Südeuropa, 10,9 % auf Nordeuropa und zu 5,9 % auf Osteuropa. Zum 31. Dezember 2021 umfasst das Portfolio eine Brutto-Mietfläche von 9.600.000 m² mit einem Marktwert von 22.099,0 Mio. €. Im Geschäftsjahr 2021 erzielte Segro Umsatzerlöse i.H.v. 650,1 Mio. €, die nahezu vollumfänglich auf Mieterträge entfallen. Das Ergebnis vor Steuern beträgt dabei 5.185,2 Mio. € bzw. 815,6 Mio. € vor Sonder- und Einmaleffekten.
- **Sirius Real Estate Limited, Saint Peter Port/Guernsey („Sirius“)**, ist eine Immobiliengesellschaft. Das Unternehmen erwirbt große gemischt genutzte Gewerbeimmobilien, die in flexible Arbeitsbereiche unterteilbar sind. Die Gesellschaft ist ausschließlich in Deutschland tätig. Der Fokus liegt auf Flächen mit Büro (36,9 %), Lagerung (32,9 %), Produktion (24,9 %) sowie Sonstiges (8,9 %). Zum 30. September 2021 umfasst das Portfolio insgesamt 62 Bestandsimmobilien mit 1.541.600 m² Brutto-Mietfläche und einem Marktwert von 1.444,8 Mio. €. Im Geschäftsjahr 2020/21 erzielte Sirius Umsatzerlöse i.H.v. 170,3 Mio. €, wovon 165,4 Mio. € auf Mieterträge entfallen. Das Ergebnis vor Steuern beträgt dabei 163,7 Mio. € bzw. 64,7 Mio. € vor Sonder- und Einmaleffekten.
- **Stendörren Fastigheter AB, Stockholm/Schweden („Stendörren“)**, ist ein Immobilienunternehmen, das Lagerhäuser, Logistik, Industrieanlagen und Büroflächen besitzt, entwickelt und verwaltet, die sich hauptsächlich im Großraum Stockholm und Mälardalen befinden. Zum 31. Dezember 2021 umfasst das Portfolio insgesamt 135 Bestandsimmobilien mit 793.000 m² Brutto-Mietfläche und einem Marktwert von 1.083,0 Mio. €. Im Geschäftsjahr 2021 erzielte Stendörren Umsatzerlöse i.H.v.

63,8 Mio. €, die nahezu vollumfänglich auf Mieterträge entfallen. Das Ergebnis vor Steuern beträgt dabei 148,0 Mio. € bzw. 28,5 Mio. € vor Sonder- und Einmaleffekten.

- **Tritax Big Box REIT plc, London/Vereinigtes Königreich („Tritax Big Box“)**, ist ein REIT, der vorwiegend in industrielle Lagerhäuser für den Online-Einzelhandel in Großbritannien investiert, diese vermietet und unterhält. Zum 31. Dezember 2021 umfasst das Portfolio insgesamt 62 Bestandsimmobilien mit 3.623.217 m² Brutto-Mietfläche und einem Marktwert von 5.480,0 Mio. €. Im Geschäftsjahr 2021 erzielte Tritax Big Box Umsatzerlöse i.H.v. 226,1 Mio. €, wovon 219,9 Mio. € auf Mieterträge entfallen. Das Ergebnis vor Steuern beträgt dabei 1.156,2 Mio. € bzw. 161,1 Mio. € vor Sonder- und Einmaleffekten.
- **Tritax EuroBox plc, London/Vereinigtes Königreich („Tritax EuroBox“)**, investiert in und verwaltet ein diversifiziertes Portfolio großer, hochwertiger Logistikimmobilien. Die Gesellschaft strebt Investitionen in Immobilien an, die einen zentralen Bestandteil der Logistik- und Vertriebslieferkette für Nutzer, darunter Einzelhändler, Hersteller und externe Logistikunternehmen, darstellen. Tritax EuroBox konzentriert sich auf Logistikzentren in europäischen Ballungszentren. Geografisch liegt der Fokus auf Flächen in Deutschland (48,9 %), Italien (15,9 %), Spanien (12,9 %) und sonstiges Europa (25,9 %). Zum 30. September 2021 umfasst das Portfolio insgesamt 15 Bestandsimmobilien mit 1.050.405 m² Brutto-Mietfläche und einem Marktwert von 1.281,4 Mio. €. Im Geschäftsjahr 2020/21 erzielte Tritax EuroBox Umsatzerlöse i.H.v. 51,5 Mio. €, wovon 43,9 Mio. € auf Mieterträge entfallen. Das Ergebnis vor Steuern beträgt dabei 129,0 Mio. € bzw. 15,2 Mio. € vor Sonder- und Einmaleffekten.
- **Warehouse REIT plc, Chester/Vereinigtes Königreich („Warehouse“)**, besitzt und verwaltet ein diversifiziertes Portfolio von Lagerimmobilien in städtischen Gebieten Großbritanniens. Die Mieter sind im Wesentlichen im Bereich E-Commerce sowie Light Industrial aktiv. Zum 30. September 2021 umfasst das Portfolio insgesamt 109 Bestandsimmobilien mit 798.966 m² Brutto-Mietfläche und einem Marktwert von 1.055,2 Mio. €. Im Geschäftsjahr 2020/21 erzielte Warehouse Umsatzerlöse i.H.v. 42,0 Mio. €, die nahezu vollumfänglich auf Mieterträge entfallen. Das Ergebnis vor Steuern beträgt dabei 144,5 Mio. € bzw. 21,8 Mio. € vor Sonder- und Einmaleffekten.
- **Warehouses De Pauw plc, Wolvertem/Belgien („WDP“)**, baut und betreibt Lagerhäuser für die Lagerung und den Vertrieb in sechs europäischen Ländern. Auf Basis des Portfoliowertes verteilen sich die Immobilien zu 47,8 % auf die Niederlande, 32,2 % auf Belgien, 15,5 % auf Rumänien und der Rest auf Frankreich, Luxemburg sowie Deutschland. Zum 31. Dezember 2021 umfasst das Portfolio insgesamt 257 Bestandsimmobilien mit 5.931.807 m² Brutto-Mietfläche und einem Marktwert von 5.894,5 Mio. €. Im Geschäftsjahr 2021 erzielte WDP Umsatzerlöse i.H.v. 315,7 Mio. €,

wovon 254,7 Mio. € auf Mieterträge entfallen. Das Ergebnis vor Steuern beträgt dabei 1.114,7 Mio. € bzw. 226,4 Mio. € vor Sonder- und Einmaleffekten.

621. Zur Ermittlung des Betafaktors hat die Bewertungsgutachterin verschuldete Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen für einen Zweijahreszeitraum auf Basis wöchentlicher Renditen sowie für einen Fünfjahreszeitraum auf Basis monatlicher Renditen zum 8. April 2022 analysiert. Als Referenzindex wurde auf einen breiten lokalen Marktindex, der nach dem Standort des Großteils des jeweiligen Unternehmensimmobilienportfolios ausgewählt wurde, abgestellt. Das unlevorn wurde unter der Annahme unsicherer Tax-Shields und risikobehafteten Fremdkapitals (Debt Beta) durchgeführt. Im Ergebnis hält die Bewertungsgutachterin einen unverschuldeten Betafaktor von 0,55 als geeigneten Schätzer für das operative Risiko der DIG. Gleichzeitig hat die Bewertungsgutachterin zu Plausibilitätszwecken die Betafaktoren der Peer Group unter Hinzuziehung des globalen MSCI World-Indexes und des breiten europäischen DOW Jones STOXX600 Indexes ermittelt. Auf Basis dieser Analysen ergeben sich nach Analysen von ValueTrust durchschnittliche unverschuldete Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,57 bis 0,63.
622. Wir haben die Ermittlung der unverschuldeten Betafaktoren der Peer Group durch die Bewertungsgutachterin nachvollzogen.
623. Zur Prüfung der Angemessenheit des von der Bewertungsgutachterin angesetzten unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,55 haben wir ergänzend und unabhängig vom Vorgehen der Bewertungsgutachterin eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors durchgeführt.
624. Zu diesem Zweck haben wir eine eigene Peer Group-Analyse durchgeführt sowie die entsprechenden Betafaktoren ermittelt. Bezüglich der Auswahl der Vergleichsunternehmen bietet sich grundsätzlich ein Vergleich mit Unternehmen der gleichen Branche oder der gleichen Produkt- und Marktstruktur an. Eine absolute Deckungsgleichheit der Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Einzahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens einem weitgehend übereinstimmenden operativen Risiko unterliegen. Im Rahmen eines detaillierten Selektionsprozesses haben wir börsennotierte Unternehmen identifiziert, die über ein vergleichbares Produkt- und Dienstleistungsangebot wie die DIG verfügen und hinsichtlich des Absatzmarktes und ihres Risiko-Ertragsprofil vergleichbar sind.
625. Ausgangspunkt der eigenständigen Peer Group-Auswahl bildet eine Grundgesamtheit börsennotierten Unternehmen auf Basis der Datenbank des Informationsdienstleisters S&P Capital IQ. Diese Grundgesamtheit wurde hinsichtlich der Vergleichbarkeit mit der DIG anhand folgender Kriterien gefiltert:

Kriterium	Ausprägung
Geschäftsmodell	Erwerb, Halten und Vermieten von Gewerbeimmobilien (insb. Light Industrial)
Heimatmarkt	Europa
Geografische Ausrichtung	Europa
Kapitalereignisse	Keine wesentlichen Kapitalereignisse (z.B. IPO) innerhalb der letzten drei Jahre

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 29: Kriterien zur Peer Group-Auswahl der DIG

626. In weiteren Analysen haben wir die Peer Group hinsichtlich folgender Kennzahlen verglichen (vgl. Abschnitt D.I.3.d):
- Leerstandsquote,
 - Restlaufzeit der Mietverträge,
 - Nettoanfangsrenditen und
 - Verschuldung (Loan-to-Value)
627. Auf Basis der in der Tabelle 29 genannten Kriterien sowie unter Berücksichtigung von Liquiditätskennzahlen wurde im Vergleich zur Peer Group der Bewertungsgutachterin ein weiteres vergleichbares Peer Group-Unternehmen mit einbezogen. Fünf Unternehmen, die von der Bewertungsgutachterin berücksichtigt wurden, haben wir nicht in unsere Peer Group einbezogen.
628. Die nachfolgende Tabelle zeigt eine Gegenüberstellung der Peer Group, die von der Bewertungsgutachterin ermittelt wurde und die wir als geeignet erachten. Wir weisen darauf hin, dass die Bewertungsgutachterin sowohl für die DIG als auch CTP eine identische Peer Group zur Ermittlung des Betafaktors zugrunde gelegt hat (vgl. Tz. 641). Unser Vorgehen unterscheidet sich in der Differenzierung zwischen den Bewertungsobjekten DIG und CTP auf der einen Seite anhand der Vergleichbarkeit vom Geschäftsmodell sowie auf der anderen Seite auf Grundlage von weiteren, operativen Kennzahlen (vgl. Tz. 625 f.). Auf Grundlage von Analysen zu der operativen Geschäftsentwicklung der DIG sowie CTP (vgl. Abschnitt D.I.1 und D.I.2), haben wir die jeweiligen Vergleichsunternehmen in der DIG-Peer Group bzw. CTP-Peer Group berücksichtigt. Daher finden sich einzelne vergleichbare Unternehmen aus der Peer Group der Bewertungsgutachterin lediglich in der von uns identifizierten Peer Group für die DIG bzw. für die CTP wieder.

#	IVA Peer Group - DIG	ValueTrust - DIG/CTP
1	abrdn European Logistics Income plc	abrdn European Logistics Income plc
2	Argan S.A.	Argan S.A.
3	Catena AB	Catena AB
4	Montea NV	Montea NV
5	Sirius Real Estate Limited	Sirius Real Estate Limited
6	Stendörren Fastigheter AB	Stendörren Fastigheter AB
7	Tritax EuroBox plc	Tritax EuroBox plc
8	VIB Vermögen AG	-
9	-	KMC Properties ASA
10	-	SEGRO plc
11	-	Tritax Big Box REIT plc
12	-	Warehouses De Pauw SA
13	-	Warehouse REIT plc

Quelle: Bewertungsgutachten ValueTrust; IVA-Analysen

Tabelle 30: Vergleich der DIG-Peer Group – IVA und ValueTrust

629. Die Gegenüberstellung der Peer Group-Unternehmen zeigt, dass in der von uns ermittelten Peer Group und der Peer Group der Bewertungsgutachterin eine teilweise Übereinstimmung besteht. Zu den abweichenden Vergleichsunternehmen zählt die VIB Vermögen AG, die wir vom operativen Risiko vergleichbar zur DIG erachten, und in unserer Peer Group berücksichtigt wird (vgl. Tz. 630). Demgegenüber wurden seitens der Bewertungsgutachterin die SEGRO, Tritax Big Box, WDP sowie die KMC herangezogen, die von uns jeweils nicht in der DIG-Peer Group berücksichtigt wurden. Die SEGRO, Tritax Big Box sowie WDP haben wir auf Basis unserer Analysen der operativen Kennzahlen nicht in der Peer Group der DIG, sondern in der Peer Group der CTP berücksichtigt (vgl. Tz. 649). Die KMC wurde von uns aufgrund zu geringer Liquidität nicht in die Peer Group aufgenommen.

630. Ergänzend zu den von der Bewertungsgutachterin in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen haben wir folgendes Unternehmen in unsere Peer Group einbezogen:

- **VIB Vermögen AG, Neuburg an der Donau („VIB“)**, entwickelt, kauft und hält gewerbliche Immobilien, wie Logistik- & Industrieimmobilien, Einkaufszentren und Fachmärkte sowie Handels- und Dienstleistungszentren in Deutschland. Zum 30. September 2021 umfasst das Portfolio insgesamt 112 Bestandsimmobilien mit 1.292.000 m² Brutto-Mietfläche. Der NAV der Gesellschaft beläuft sich auf 820,2 Mio. €. Im Berichtsjahr 2020/21 erzielte VIB Umsatzerlöse i.H.v. 101,7 Mio. €, die nahezu vollständig auf Mieterträge entfallen. Das Ergebnis vor Steuern beträgt dabei 84,0 Mio. € bzw. 64,5 Mio. € vor Sonder- und Einmaleffekten.

631. Für die sich aus unseren Analysen ergebende Peer Group haben wir die Betafaktoren über einen Zeitraum von zwei und drei Jahren auf der Basis wöchentlicher Renditen sowie über einen fünfjährigen Zeitraum auf Basis monatlicher Renditen ermittelt. Als Index wurde jeweils ein marktbreiter lokaler Index herangezogen.

632. Der Betafaktor wird durch die Unternehmensverschuldung beeinflusst (Finanzierungsrisiko). Der empirisch beobachtete Betafaktor der Vergleichsunternehmen muss daher zunächst um das Finanzierungsrisiko der jeweiligen Unternehmen bereinigt werden. Der unverschuldete Betafaktor kann anschließend auf das Bewertungsobjekt übertragen werden. Dabei ist der unverschuldete Betafaktor an die Kapitalstruktur des Bewertungsobjektes anzupassen.

633. Die Bewertungsgutachterin hat ausgehend von den am Markt beobachtbaren verschuldeten Betafaktoren, unverschuldete Betafaktoren unter Berücksichtigung des Verschuldungsgrades der Peer Group-Unternehmen, unsicherer Steuervorteile sowie eines Debt Betas ermittelt. Das Debt Beta hat die Bewertungsgutachterin auf Basis der jeweiligen Fremdkapitalratings der Unternehmen gem. der Rating Agentur Moody's ermittelt und daraus den systematischen Credit Spread abgeleitet. Die Anleihen notieren unabhängig vom Sitzland der Unternehmen in Euro.

634. Bei der Ableitung der nachfolgend dargestellten unverschuldeten Betafaktoren haben wir unsichere Steuervorteile unterstellt und Debt Betas einbezogen. Unsere Ermittlung des Debt Betas erfolgte anhand der Fremdkapitalratings der jeweiligen Unternehmen auf in jeweils lokaler Währung notierenden Anleihen.

635. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den zweijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 22. April 2022.

Unternehmen	Index	Sitz-land	Inter-vall	Daten-punkte	Beta (verschuldet)	Verschul-dungsgrad	Beta (unverschuldet)
abrdrn European Logistics Income plc	RAAX	UK	w	104	0,5	-0,3%	0,5
Argan SA	SBF250	FR	w	104	0,3	87,8%	0,3
Catena AB	SAX	SE	w	104	0,9	62,4%	0,6
Montea NV	BEL20	B	w	104	0,4	35,5%	0,4
Sirius Real Estate Limited	CDAX	DE	w	104	0,5	35,1%	0,4
Stendörren Fastigheter AB	SAX	SE	w	104	0,8	93,7%	0,5
Tritax EuroBox plc	CDAX	UK	w	104	0,4	46,6%	0,4
VIB Vermögen AG	CDAX	DE	w	104	0,6	80,0%	0,5
Min					0,3	-0,3%	0,3
Mittelwert					0,5	55,1%	0,4
Median					0,5	54,5%	0,4
Max					0,9	93,7%	0,6

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 31: Ergebnisse der Betaanalyse der DIG-Peer Group über einen Zweijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

636. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den dreijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 22. April 2022.

Unternehmen	Index	Sitz-land	Inter-vall	Daten-punkte	Beta (verschuldet)	Verschul-dungsgrad	Beta (unverschuldet)
abrdrn European Logistics Income plc	RAAX	UK	w	156	0,4	-3,8%	0,4
Argan SA	SBF250	FR	w	156	0,5	109,8%	0,4
Catena AB	SAX	SE	w	156	0,9	68,3%	0,6
Montea NV	BEL20	B	w	156	0,6	36,6%	0,5
Sirius Real Estate Limited	CDAX	DE	w	156	0,7	23,4%	0,6
Stendörren Fastigheter AB	SAX	SE	w	156	0,9	100,2%	0,5
Tritax EuroBox plc	CDAX	UK	w	156	0,4	48,8%	0,4
VIB Vermögen AG	CDAX	DE	w	156	0,8	84,1%	0,6
Min					0,4	-3,8%	0,4
Mittelwert					0,6	58,4%	0,5
Median					0,6	58,6%	0,5
Max					0,9	109,8%	0,6

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 32: Ergebnisse der Betaanalyse der DIG-Peer Group über einen Dreijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

637. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den fünfjährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis monatlicher Renditen zum 31. März 2022.

Unternehmen	Index	Sitz-land	Inter-vall	Daten-punkte	Beta (verschuldet)	Verschul-dungsgrad	Beta (unverschuldet)
abrdrn European Logistics Income plc	RAAX	UK	w	51	n.a.	-7,1%	n.a.
Argan SA	SBF250	FR	w	60	0,4	120,9%	0,3
Catena AB	SAX	SE	w	60	0,8	95,3%	0,5
Montea NV	BEL20	B	w	60	n.a.	53,1%	n.a.
Sirius Real Estate Limited	CDAX	DE	w	60	0,7	14,0%	0,7
Stendörren Fastigheter AB	SAX	SE	w	60	1,2	142,4%	0,6
Tritax EuroBox plc	CDAX	UK	w	44	0,3	47,8%	n.a.
VIB Vermögen AG	CDAX	DE	w	60	0,6	89,3%	0,5
Min					0,3	-7,1%	0,3
Mittelwert					0,7	69,5%	0,5
Median					0,7	71,2%	0,5
Max					1,2	142,4%	0,7

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 33: Ergebnisse der Betaanalyse der DIG-Peer Group über einen Fünfjahres-Zeitraum bei monatlichen Renditeintervall

638. Der Betafaktor der Montea ist für den fünfjährigen Zeitraum auf Basis monatlicher Renditen statistisch nicht signifikant. Die abrdrn sowie Tritax EuroBox weisen für die Ermittlung eines fünfjährigen Betafaktors einen zu kurzen Zeitraum der Börsennotierung auf.

639. Die unverschuldeten Betafaktoren liegen in Abhängigkeit des Betrachtungszeitraums in einer Bandbreite von 0,3 bis 0,7. Bei der Gesamtwürdigung des Betafaktors gilt es den Grundsatz der Risikoäquivalenz zu beachten. Nach der Risikozuschlagsmethode sind die erwarteten finanziellen Überschüsse mit einem risikoäquivalenten Kapitalisierungszinssatz abzuzinsen. Das bedeutet eine Auseinandersetzung mit der Frage, ob der Zähler (zu diskontierende Überschüsse) und der Nenner (Kapitalisierungszinssatz) inhaltlich zueinanderpassen. Da die Planungsrechnung der DIG u.E. insgesamt als ambitioniert einzustufen ist (vgl. Abschnitt D.IV.1.c), wäre auch ein Betafaktor im oberen Bereich der genannten Bandbreiten vertretbar. Nur wenn beides risikoäquivalent ist, ist eine konsistente Bewertung möglich. Wir erachten daher einen unverschuldeten Betafaktor innerhalb einer Bandbreite von 0,5 bis 0,6 als plausibel. Der durch die Bewertungsgutachterin angesetzte unverschuldete Betafaktor 0,55 bildet den Mittelwert der von uns als plausibel erachteten Bandbreite und ist nach unserer Einschätzung naheliegend.

c) Betafaktor der CTP

640. In Bezug auf die allgemeine Vorgehensweise zur Ermittlung der Betafaktoren verweisen wir auf unsere Ausführungen in Tz. 607 ff.
641. Im Rahmen ihrer Bewertung der CTP hat die Bewertungsgutachterin die identische Peer Group wie bei der Bewertung der DIG verwendet und den daraus abgeleiteten Betafaktor von 0,55 zugrunde gelegt. Nach Ansicht der Bewertungsgutachterin weisen die Vergleichsunternehmen, trotz Unterschiede in den Geschäftsmodellen, die bestmögliche Vergleichbarkeit für sowohl die DIG als auch CTP im Bereich Logistikimmobilien auf. Hierzu haben wir folgende Feststellungen:

Eigener Betafaktor der CTP

642. Die Aktie der CTP notiert erst seit dem 26. März 2021 und damit erst seit rd. 12 Monaten an der Börse Euronext in Amsterdam. Somit liegen auch nur für den Zeitraum von sechs Monaten vor dem 26. Oktober 2021, dem Zeitpunkt der Veröffentlichung des öffentlichen Übernahme- und Delisting-Angebots, Handelsdaten vor. Daher hat die Bewertungsgutachterin auf der geringen Datenbasis keinen aussagefähigen Betafaktor der CTP ermitteln können.
643. Wir erachten einen Zeitraum von zwölf Monaten für grundsätzlich zu kurz, um einen aussagefähigen Betafaktor zu ermitteln. Daher erachten wir die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin, den eigenen Betafaktor der CTP nicht heranzuziehen und auf einen Peer Group-Betafaktor abzustellen für sachgerecht. Wir sind dem Vorgehen der Bewertungsgutachterin gefolgt und haben eigene Analysen für die Ableitung des Betafaktors auf Basis einer Peer Group durchgeführt.

Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group

644. Wie bereits in Tz. 628 erwähnt, hat die Bewertungsgutachterin für die Ableitung des Betafaktors der CTP die identische Peer Group wie bei der DIG zugrunde gelegt. Bei der Bewertung der CTP wurde von der Bewertungsgutachterin auf der Basis einer Peer Group-Analyse ein unverschuldeter Betafaktor von 0,55 zugrunde gelegt. In Bezug auf die Vorgehensweise der Ermittlung des Betafaktors verweisen wir auf unsere Ausführungen in Tz. 619.
645. Zur Prüfung der Angemessenheit des von der Bewertungsgutachterin angesetzten unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,55 haben wir ergänzend und unabhängig vom Vorgehen der Bewertungsgutachterin eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors durchgeführt. In Bezug auf die allgemeine Vorgehensweise verweisen wir auf unsere Ausführungen in Tz. 624.

646. Ausgangspunkt der eigenständigen Peer Group-Auswahl bildet eine Grundgesamtheit börsennotierten Unternehmen auf Basis der Datenbank des Informationsdienstleisters S&P Capital IQ. Diese Grundgesamtheit wurde hinsichtlich der Vergleichbarkeit mit der CTP anhand folgender Kriterien gefiltert.

Kriterium	Ausprägung
Geschäftsmodell	Erwerb von Bauland, Entwicklung und Konstruktion von Gewerbeimmobilien, Erwerb, Halten und Vermieten von Gewerbeimmobilien (insb. Logistik und Logistikparks)
Heimatmarkt	Europa
Geografische Ausrichtung	Europa
Kapitalereignisse	Keine wesentlichen Kapitalereignisse (z.B. IPO) innerhalb der letzten drei Jahre

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 34: Kriterien zur Peer Group-Auswahl der CTP

647. In weiteren Analysen haben wir die Peer Group hinsichtlich folgender Kennzahlen verglichen (vgl. Abschnitt D.1.3.d):
- Leerstandsquote,
 - Restlaufzeit der Mietverträge,
 - Nettoanfangsrendite und
 - Verschuldung (Loan-to-Value).
648. Auf Basis der oben genannten Kriterien sowie unter Berücksichtigung statistischer Gütekriterien sowie Liquiditätskennzahlen wurde im Vergleich zur Peer Group der Bewertungsgutachterin kein weiteres vergleichbares Peer Group-Unternehmen mit einbezogen. Sechs Unternehmen, die von der Bewertungsgutachterin berücksichtigt wurden, haben wir nicht in unsere Peer Group einbezogen.
649. Die nachfolgende Tabelle zeigt eine Gegenüberstellung der Peer Group, die von der Bewertungsgutachterin ermittelt wurde und der von uns als geeignet angesehenen Peer Group. Unser Vorgehen unterscheidet sich in der Differenzierung zwischen den Bewertungsobjekten DIG und CTP auf der einen Seite anhand der Vergleichbarkeit vom Geschäftsmodell sowie auf der anderen Seite auf Grundlage von weiteren, operativen Kennzahlen (vgl. Tz. 625f.). Auf Grundlage von Analysen zu der operativen Geschäftsentwicklung der DIG sowie CTP (vgl. Abschnitt D.1.1 und D.1.2), haben wir die jeweiligen Vergleichsunternehmen in der DIG-Peer Group bzw. CTP-Peer Group

berücksichtigt. Daher finden sich einzelne vergleichbare Unternehmen aus der Peer Group der Bewertungsgutachterin lediglich in der von uns identifizierten Peer Group für die DIG bzw. für die CTP wieder.

#	IVA Peer Group - CTP	ValueTrust – DIG/CTP
1	Catena AB	Catena AB
2	Montea NV	Montea NV
3	SEGRO plc	SEGRO plc
4	Tritax Big Box REIT plc	Tritax Big Box REIT plc
5	Warehouses De Pauw SA	Warehouses De Pauw SA
6	Warehouse REIT plc	Warehouse REIT plc
7	-	abrdn European Logistics Income plc
8	-	ARGAN S.A.
9	-	KMC Properties ASA
10	-	Sirius Real Estate Limited
11	-	Stendörren Fastigheter AB
12	-	Tritax Eurobox plc

Quelle: Bewertungsgutachten ValueTrust; IVA-Analysen

Tabelle 35: Vergleich der CTP-Peer Group – IVA und ValueTrust

650. Die Gegenüberstellung der Peer Group-Unternehmen zeigt, dass in der von uns ermittelten Peer Group und der Peer Group der Bewertungsgutachterin eine gewisse Übereinstimmung besteht. Zu den abweichenden Vergleichsunternehmen zählen die abrdn, Argan, Sirius Real Estate, Stendörren sowie Tritax Euro Box plc, die von uns auf Basis unserer Analysen der operativen Kennzahlen in der DIG-Peer Group berücksichtigt wurden. Die KMC wurde von uns aufgrund zu geringer Liquidität nicht in die Peer Group aufgenommen.
651. Für die sich aus unseren Analysen ergebende Peer Group haben wir die Betafaktoren über einen Zeitraum von zwei und drei Jahren auf der Basis wöchentlicher Renditen sowie über einen fünfjährigen Zeitraum auf Basis monatlicher Renditen ermittelt. Als Index wurde jeweils ein marktbreiter lokaler Index herangezogen (vgl. Tz. 631 f.).

652. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den zweijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 22. April 2022:

Unternehmen	Index	Sitz-land	Inter-vall	Daten-punkte	Beta (verschuldet)	Verschul-dungsgrad	Beta (unverschuldet)
Catena AB	SAX	SE	w	104	0,9	62,4%	0,6
Montea NV	BEL20	B	w	104	0,4	35,5%	0,4
SEGRO plc	ASX	UK	w	104	0,4	23,6%	0,4
Tritax Big Box REIT plc	ASX	UK	w	104	0,5	43,5%	0,4
Warehouses De Pauw SA	RAAX	B	w	104	0,5	40,1%	0,4
Warehouse REIT plc	ASX	UK	w	104	0,4	44,4%	0,4
Min					0,4	23,6%	0,4
Mittelwert					0,5	41,6%	0,4
Median					0,5	41,8%	0,4
Max					0,9	62,4%	0,6

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 36: Ergebnisse der Betaanalyse der CTP-Peer Group über einen Zweijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

653. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den dreijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 22. April 2022.

Unternehmen	Index	Sitz-land	Inter-vall	Daten-punkte	Beta (verschuldet)	Verschul-dungsgrad	Beta (unverschuldet)
Catena AB	SAX	SE	w	156	0,9	68,3%	0,6
Montea NV	BEL20	B	w	156	0,6	36,6%	0,5
SEGRO plc	ASX	UK	w	156	0,7	23,6%	0,6
Tritax Big Box REIT plc	ASX	UK	w	156	0,8	44,3%	0,6
Warehouses De Pauw SA	RAAX	B	w	156	0,8	44,2%	0,6
Warehouse REIT plc	ASX	UK	w	156	0,6	47,7%	0,5
Min					0,6	23,6%	0,5
Mittelwert					0,7	44,1%	0,6
Median					0,7	44,2%	0,6
Max					0,9	68,3%	0,6

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 37: Ergebnisse der Betaanalyse der CTP-Peer Group über einen Dreijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

654. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den fünfjährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis monatlicher Renditen zum 31. März 2022.

Unternehmen	Index	Sitz-land	Inter-vall	Daten-punkte	Beta (verschuldet)	Verschul-dungsgrad	Beta (unverschuldet)
Catena AB	SAX	SE	w	60	0,8	95,3%	0,5
Montea NV	BEL20	B	w	60	n.a.	53,1%	n.a.
SEGRO plc	ASX	UK	w	60	0,6	28,9%	0,5
Trilax Big Box REIT plc	ASX	UK	w	60	0,8	40,7%	0,6
Warehouses De Pauw SA	RAAX	B	w	60	n.a.	54,0%	n.a.
Warehouse REIT plc	ASX	UK	w	53	0,8	43,2%	n.a.
Min					0,6	28,9%	0,5
Mittelwert					0,7	52,5%	0,6
Median					0,8	48,1%	0,6
Max					0,8	95,3%	0,6

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 38: Ergebnisse der Betaanalyse der CTP-Peer Group über einen Fünfjahres-Zeitraum bei monatlichen Renditeintervall

655. Die Betafaktoren von Montea und WDP sind für den fünfjährigen Zeitraum auf Basis monatlicher Renditen statistisch nicht signifikant. Die Warehouse REIT weist für die Ermittlung eines fünfjährigen Betafaktors einen zu kurzen Zeitraum der Börsennotierung auf.
656. Die unverschuldeten Betafaktoren der CTP liegen in Abhängigkeit des Betrachtungszeitraums in einer Bandbreite von 0,4 bis 0,6. Gemäß des Risikoäquivalenzprinzips ist im Rahmen der Gesamtwürdigung des Betafaktors sicherzustellen, dass die finanziellen Überschüsse (Zähler) und der Kapitalisierungszinssatz (Nenner) risikoäquivalent sind. Aufgrund der ambitionierten Planungsrechnung der CTP (vgl. Abschnitt D.IV.2.c) erachten wir für die CTP einen unverschuldeten Betafaktor innerhalb einer Bandbreite von 0,5 bis 0,6 als plausibel. Der durch die Bewertungsgutachterin angesetzte unverschuldete Betafaktor 0,55 bildet den Mittelwert der von uns als plausibel erachteten Bandbreite und ist nach unserer Einschätzung naheliegend.

4. Wachstumsabschlag

657. Die der Bewertung zugrunde liegenden Planansätze in der Detailplanungsphase sowie der Konvergenzphase berücksichtigen das erzielbare Wachstum der Erträge und Aufwendungen. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum war insoweit nicht erforderlich. Auch in den Jahren ab dem Jahr 2029/30 (DIG) bzw. 2030 (CTP) (ewige Rente) werden sich die Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie die Bestände 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. Hierzu gibt es grundsätzlich zwei Wachstumskomponenten, die im Rahmen der Unternehmensbewertung im Jahr der ewigen Rente Berücksichtigung finden.
658. So kann das Wachstum der finanziellen Überschüsse eines Unternehmens auf ein rein nominales, durch Preisveränderungen bedingtes Wachstum (inflationsbedingtes Wachstum) oder auf realwirtschaftliche Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren (operatives bzw. thesaurierungsbedingtes Wachstum durch Kapazitätsoptimierungen oder -erweiterungen) zurückzuführen sein.
659. Das inflationsbedingte Wachstum lässt sich darauf zurückführen, dass aufgrund der makroökonomischen Teuerungsrate Vermögensgegenstände von Jahr zu Jahr teurer werden. Sofern diese Preissteigerungen an den Endkunden weitergereicht werden können, resultiert für den Anteilseigner ein stetig wachsender Ergebnis- und Dividendenstrom. Gleichzeitig erfordert das inflationsbedingte Wachstum aber auch eine entsprechende Thesaurierung zur Aufrechterhaltung der ökonomischen (realen) Substanz (inflationsbedingte oder wachstumsbedingte Thesaurierung).
660. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit durch zusätzliche Thesaurierungen, die über den inflationsbedingten Kapitalbedarf hinausgehen, Kapital im Unternehmen zu binden und daraus zusätzliches operatives Wachstum durch Kapazitätserweiterungen zu generieren (operatives bzw. thesaurierungsbedingtes Wachstum). Den Empfehlungen des IDW S 1 folgend, wird für die Wiederanlage der in diesem Zusammenhang thesaurierten Mittel im Jahr der ewigen Rente eine kapitalwertneutrale Anlage zum Kapitalisierungszins unterstellt (vgl. IDW S 1, Tz. 47).
661. Diese beiden Wachstumskomponenten können im Rahmen der Ertragswertermittlung unterschiedlich abgebildet werden. Im Rahmen der vorliegend angewendeten sog. Praktikermethode werden das inflationäre Wachstum typischerweise im Nenner (finanzmathematisch als Wachstumsabschlag von den Kapitalkosten) und das operative bzw. thesaurierungsbedingte Wachstum typischerweise im Zähler des Barwertkalküls berücksichtigt.

662. Ein inflationsbedingtes Wachstum würde sich im Ergebnis der DIG und der CTP absatzmarktseitig vor allem über eine Erhöhung der Mietpreise als Folge von inflationsbedingten Preissteigerungen niederschlagen. Beschaffungsmarktseitig wären insb. bei den Herstellungs-, Instandhaltungs-, Bau- und Verwaltungskosten inflationsbedingte Preissteigerungen zu erwarten. Zu untersuchen ist folglich, ob die DIG und die CTP inflationsbedingte Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten über höhere Mieteinnahmen auf der Absatzseite zumindest teilweise weitergeben können.
663. Eine Weitergabe der inflationsbedingten Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten in Form von höheren Rohstoffpreisen, höhere Instandhaltungsaufwendungen aufgrund steigender Materialkosten sowie geringerem Angebot von Handwerkern erscheint vor dem Hintergrund der Staffelmieten der bestehenden Mietverträge bzw. der indexierten Mietverträge bei der DIG und der CTP sowie der jeweils guten Marktposition für realistisch.
664. In den vorliegenden Bewertungen hat die Bewertungsgutachterin einheitlich bei der DIG und der CTP, für die ein Ertragswert abgeleitet wird, einen Wachstumsabschlag vor persönlichen Steuern von 2,09 % und nach persönlichen Steuern von 1,74 % zugrunde gelegt und entsprechende wachstumsbedingte Thesaurierungen berücksichtigt. Der Wachstumsabschlag auf den Kapitalisierungszinssatz erhöht über die Verringerung des Kapitalisierungszinssatzes den Ertragswert und berücksichtigt finanzmathematisch so ein jährliches Ergebniswachstum i.H.v. 2,00 %.
665. Der Wachstumsabschlag liegt nach unserer Einschätzung in einer in der Bewertungspraxis üblichen Bandbreite. Vor diesem Hintergrund halten wir die Berücksichtigung des Wachstums in der Phase der ewigen Rente insgesamt für plausibel.
666. Im Rahmen einer Gesamtwürdigung erachten wir den bei der Bewertung der DIG und der CTP angesetzten nachhaltigen Wachstumsabschlag i.H.v. jeweils 2,00 % für plausibel.

5. Ermittlung der Kapitalisierungszinssätze

a) Kapitalisierungszinssätze der DIG

667. Zusammengefasst stellen sich die im Rahmen der Bewertung der ValueTrust angesetzten Kapitalisierungszinssätze der DIG (unter der Annahme einer Marktrisikoprämie vor bzw. nach Steuern von 7,00 % bzw. 5,75 %) wie folgt dar:

668. Eigenkapitalkosten vor persönlichen Ertragsteuern

Deutsche Industrie Grundbesitz AG	Plan	Plan	Plan	Plan
Eigenkapitalkosten vor pers. Ertragsteuern	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
Basiszins vor pers. Ertragsteuern	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
Marktrisikoprämie vor pers. Ertragsteuern	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Beta (unverschuldet)	0,55	0,55	0,55	0,55
Verschuldungsgrad	54,64%	63,33%	67,51%	72,15%
Beta (verschuldet)	0,73	0,80	0,82	0,84
Risikozuschlag	5,13%	5,62%	5,74%	5,87%
Eigenkapitalkostensatz vor pers. Ertragsteuern	5,53%	6,02%	6,14%	6,27%
Wachstumsabschlag (nachhaltig)				
Eigenkapitalkostensatz vor Wachstumsabschlag	5,53%	6,02%	6,14%	6,27%

Deutsche Industrie Grundbesitz AG	Konv	Konv	Konv	Konv	Nachhaltig
Eigenkapitalkosten vor pers. Ertragsteuern	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30
Basiszins vor pers. Ertragsteuern	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
Marktrisikoprämie vor pers. Ertragsteuern	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Beta (unverschuldet)	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55
Verschuldungsgrad	77,97%	81,17%	84,01%	84,51%	84,51%
Beta (verschuldet)	0,86	0,85	0,82	0,82	0,82
Risikozuschlag	6,00%	5,98%	5,76%	5,77%	5,77%
Eigenkapitalkostensatz vor pers. Ertragsteuern	6,40%	6,38%	6,16%	6,17%	6,17%
Wachstumsabschlag (nachhaltig)					2,00%
Eigenkapitalkostensatz vor Wachstumsabschlag	6,40%	6,38%	6,16%	6,17%	4,17%

Quelle: ValueTrust; IVA-Analysen

Tabelle 39: Ermittlung der Eigenkapitalkosten der DIG im Detailplanungszeitraum, der Konvergenzphase und nachhaltig – vor persönlichen Ertragsteuern

669. Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern

Deutsche Industrie Grundbesitz AG	Plan	Plan	Plan	Plan
Eigenkapitalkosten nach pers. Ertragsteuern	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
Basiszins nach pers. Ertragsteuern	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
Abgeltungsteuer	-0,11%	-0,11%	-0,11%	-0,11%
Basiszins nach pers. Ertragsteuern	0,29%	0,29%	0,29%	0,29%
Marktrisikoprämie nach pers. Ertragsteuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Beta (unverschuldet)	0,55	0,55	0,55	0,55
Verschuldungsgrad	53,70%	62,86%	67,72%	73,15%
Beta (verschuldet)	0,73	0,80	0,82	0,84
Risikozuschlag	4,19%	4,60%	4,72%	4,85%
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern	4,49%	4,90%	5,01%	5,14%
Wachstumsabschlag (nachhaltig)				
Eigenkapitalkostensatz nach Wachstumsabschlag	4,49%	4,90%	5,01%	5,14%

Deutsche Industrie Grundbesitz AG	Konv	Konv	Konv	Konv	Nachhaltig
Eigenkapitalkosten nach pers. Ertragsteuern	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30
Basiszins nach pers. Ertragsteuern	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
Abgeltungsteuer	-0,11%	-0,11%	-0,11%	-0,11%	-0,11%
Basiszins nach pers. Ertragsteuern	0,29%	0,29%	0,29%	0,29%	0,29%
Marktrisikoprämie nach pers. Ertragsteuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Beta (unverschuldet)	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55
Verschuldungsgrad	79,90%	83,97%	87,60%	88,71%	88,93%
Beta (verschuldet)	0,86	0,86	0,83	0,84	0,84
Risikozuschlag	4,97 %	4,97 %	4,79 %	4,81 %	4,82 %
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern	5,27%	5,27%	5,09%	5,11%	5,11%
Wachstumsabschlag (nachhaltig)					-1,74%
Eigenkapitalkostensatz nach Wachstumsabschlag	5,27%	5,27%	5,09%	5,11%	3,36%

Quelle: ValueTrust; IVA-Analysen

Tabelle 40: Ermittlung der Eigenkapitalkosten der DIG im Detailplanungszeitraum, der Konvergenzphase und nachhaltig – nach persönlichen Steuern

b) Kapitalisierungszinssätze der CTP

670. Zusammengefasst stellen sich die im Rahmen der Bewertung der ValueTrust angesetzten Kapitalisierungszinssätze der CTP (unter der Annahme einer Marktrisikoprämie vor Steuern von 7,00 %) wie folgt dar:

671. Eigenkapitalkosten vor persönlichen Ertragsteuern

CTP N.V.	Plan	Plan	Plan	Plan
Eigenkapitalkosten vor pers. Ertragsteuern	2022	2023	2024	2025
Basiszins vor pers. Ertragsteuern	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
Marktrisikoprämie vor pers. Ertragsteuern	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Beta (unverschuldet)	0,55	0,55	0,55	0,55
Verschuldungsgrad	54,0%	59,6%	69,9%	77,5%
Beta (verschuldet)	0,78	0,79	0,80	0,82
Risikozuschlag	5,46%	5,50%	5,63%	5,76%
Eigenkapitalkostensatz vor pers. Ertragsteuern	5,86%	5,90%	6,03%	6,16%
Wachstumsabschlag (nachhaltig)				
Eigenkapitalkostensatz vor Wachstumsabschlag	5,86%	5,90%	6,03%	6,16%

CTP N.V.	Plan	Konv	Konv	Konv	Nachhaltig
Eigenkapitalkosten vor pers. Ertragsteuern	2026	2027	2028	2029	2030ff.
Basiszins vor pers. Ertragsteuern	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
Marktrisikoprämie vor pers. Ertragsteuern	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Beta (unverschuldet)	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55
Verschuldungsgrad	85,0%	96,8%	90,9%	83,8%	83,8%
Beta (verschuldet)	0,81	0,88	0,88	0,85	0,85
Risikozuschlag	5,70%	6,13%	6,15%	5,97%	5,97%
Eigenkapitalkostensatz vor pers. Ertragsteuern	6,10%	6,53%	6,55%	6,37%	6,37%
Wachstumsabschlag (nachhaltig)					2,00%
Eigenkapitalkostensatz vor Wachstumsabschlag	6,10%	6,53%	6,55%	6,37%	4,37%

Quelle: ValueTrust; IVA-Analysen

Tabelle 41: Ermittlung der Eigenkapitalkosten der CTP im Detailplanungszeitraum, der Konvergenzphase und nachhaltig – vor persönlichen Steuern

VI. Ermittlung der Unternehmenswerte nach dem NAV

1. Vorgehensweise und Bewertungsgrundlagen

672. Der NAV berücksichtigt die Besonderheiten der Geschäftstätigkeit der DIG und der CTP als vermögensverwaltende Gesellschaften. Der NAV ergibt sich aus einer Saldierung der Verkehrswerte aller Vermögenswerte und Schulden zum voraussichtlichen Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung der DIG am 9. Juni 2022. Da die Bewertungsarbeiten schon im Zeitpunkt der Einberufung der Hauptversammlung und damit mehrere Wochen vor dem Tag der Hauptversammlung abgeschlossen sein müssen, ist der Unternehmenswert zum Tag der Hauptversammlung nur näherungsweise bestimmbar.
673. Die Bewertungsgutachterin hat keine Ermittlung des Unternehmenswerts nach dem NAV vorgenommen. Zu Plausibilisierungszwecken hat die Bewertungsgutachterin den EPRA NTA (Net Tangible Assets Value) für die DIG sowie die CTP ermittelt. Dabei hat die Bewertungsgutachterin ausgehend vom IFRS Eigenkapital die jeweiligen IFRS-Buchwerte der Immateriellen Vermögenswerte, der im Zusammenhang mit den Immobilien stehenden latenten Steuern sowie des Saldos aus aktiven und passiven derivativen Finanzinstrumenten eliminiert. Im Unterschied zu unserem Vorgehen bei der Ermittlung des NAV wurden insbesondere keine etwaigen stillen Reserven/Lasten auf Vermögenswerte/Schulden ermittelt und es wurde kein Barwert der Verwaltungskosten in Abzug gebracht. Ferner erfolgte bei der CTP keine differenzierte Betrachtung des Wertbeitrags aus dem operativen Geschäft.
674. Wir haben ebenfalls einen indikativen NAV zur Plausibilisierung des ermittelten Unternehmenswerts der DIG bzw. der Barabfindung herangezogen. Außerdem erachten wir den NAV als eine ergänzende Methode zur Beurteilung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses für geeignet, da bei beiden Gesellschaften die mit einer höheren Unsicherheit verbundenen Wachstumspotenziale gleichermaßen ausgeblendet werden und insoweit nur auf das zum Bewertungsstichtag bereits vorhandene bzw. gesicherte Ertragspotenzial abgestellt wird.
675. Für die Ermittlung der Verkehrswerte aller Vermögenswerte und Schulden haben wir als Ausgangspunkt die geprüfte Bilanz der DIG zum 30. September 2021 bzw. die geprüfte Bilanz der CTP zum 31. Dezember 2021 zugrunde gelegt. Veränderungen im Zeitraum vom 1. Oktober 2021 (DIG) bzw. 1. Januar 2022 (CTP) bis zum 9. Juni 2022 haben wir jeweils vereinfachend anhand der Zurechnung des zeitanteiligen Ergebnisses²⁰ der Gesellschaften berücksichtigt. Bei der CTP haben wir eine Anpassung der Bilanz zum 31. Dezember 2021 um

²⁰ Ohne Berücksichtigung des Bewertungsergebnisses des Immobilienportfolios. Bei der Ableitung des NAV zum 9. Juni 2022 haben wir bei der DIG und der CTP eine Annahme zur Entwicklung des Verkehrswerts der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien getroffen.

die Vermögenswerte und Schulden vorgenommen, die dem Hotel-Segment zuzuordnen sind. Den Wertbeitrag für das Hotel-Segment haben wir gesondert ermittelt. Darüber hinaus haben wir bei der CTP den Wertbeitrag des Projektentwicklungsgeschäfts sowie den Wertbeitrag aus der Land Bank-Entwicklung gesondert ermittelt.²¹ Ferner haben wir bei der CTP eine gesonderte Anpassung der Verkehrswerte der notierten Anleihen zum aktuellen Stichtagskurs (22. April 2022) vorgenommen.

676. Nach Auskunft des Vorstands der Gesellschaften bestehen bei der DIG und der CTP keine nicht bilanzierten Vermögenswerte und Schulden, die bei der Ermittlung des NAV zusätzlich zu berücksichtigen wären. Auf dieser Basis haben wir den Saldo der Marktwerte der Vermögenswerte und Schulden der DIG und der CTP zum Stichtag 9. Juni 2022 ermittelt.
677. Bei einer sachgerechten Ermittlung des NAV ist der Barwert der künftigen Verwaltungskosten zu berücksichtigen. Vor diesem Hintergrund haben wir im Rahmen unserer Wertermittlung jeweils den Barwert der künftigen Verwaltungskosten wertmindernd angesetzt. Diese Vorgehensweise ist auch in der Rechtsprechung akzeptiert (vgl. LG Hamburg, Beschluss v. 29.6.2015 – 412 HKO 178/12; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 16.12.2014, Az. 3-05 O 164/13 sowie bestätigt vom OLG Frankfurt, Beschluss vom 8.9.2016, Az. 21 W 36/15, in AG 2017, S. 553-556). Die Verwaltungskosten wurden dabei um den darauf entfallenden Steuervorteil gemindert.
678. Latente Ertragsteuern auf die stillen Reserven, die bei einer Veräußerung der Vermögenswerte auf Gesellschaftsebene anfallen würden, wurden nicht berücksichtigt, weil bei dem Bewertungskonzept des NAV nicht von einer Liquidation, sondern vielmehr von einer Fortführung des Geschäftsbetriebs ausgegangen wird. Darüber hinaus ist kein Verkauf wesentlicher Vermögenswerte in den nächsten zwölf Monaten geplant mit Ausnahme von zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerten bei der DIG i.H.v. 10,2 Mio. € zum 30. September 2021. Aus Wesentlichkeitsgründen haben wir insoweit auf eine Abschätzung der resultierenden steuerlichen Wirkungen verzichtet.
679. Da die Ermittlung des NAV auf der Ebene der Gesellschaft stattfindet und mithin keine Liquidation der Vermögenswerte unterstellt wird, sondern dem NAV grundsätzlich die Unternehmensfortführung immanent ist, wurden persönliche Ertragsteuern der Anteilseigner nicht in Abzug gebracht.

²¹ Den im Zusammenhang der Land Bank-Entwicklung stehenden Vermögenswert der Grundstücke haben wir in der NAV-Betrachtung belassen, da wir den zusätzlichen Wertbeitrag aus der Entwicklung dieser Grundstücke gesondert ermitteln. Dem Projektentwicklungsgeschäft sind annahmegemäß keine Vermögenswerte und Schulden zuzuordnen.

680. Die Abgrenzung des auf dieser Basis zum 30. September bzw. 31. Dezember 2021 ermittelten NAV auf den Stichtag der Hauptversammlung der DIG haben wir vereinfachend anhand der Zurechnung des zeitanteiligen Ergebnisses der Gesellschaften vorgenommen.
681. In Bezug auf die zugrunde gelegte methodische Vorgehensweise bei der Ableitung des NAV der DIG und CTP verweisen wir auch auf unsere Ausführungen in Abschnitt C.III.

2. NAV der DIG

a) Überblick

682. Die Vermögenswerte und Schulden wurden ausgehend von den Buchwerten gemäß IAS/IFRS bewertet. Die folgende Tabelle zeigt den Saldo der Verkehrswerte des Vermögens und der Schulden der DIG zum 30. September 2021 ausgehend von den jeweiligen Buchwerten.

Deutsche Industrie Grundbesitz AG	Buchwert	Verkehrswert
Saldo aus Vermögen und Schulden	30.09.2021	30.09.2021
	Mio. €	Mio. €
Als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien	814,1	853,8
Immaterielle Vermögenswerte	0,0	0,0
Sachanlagen	2,1	2,1
Derivative Finanzinstrumente	0,3	0,3
Andere finanzielle Vermögenswerte	11,5	11,5
Sonstige langfristige Vermögenswerte	0,5	0,5
Langfristige Vermögenswerte	828,5	868,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,5	1,5
Ertragsteuererstattungsansprüche	0,3	0,3
Sonstige Vermögenswerte	86,5	86,5
Liquide Mittel	0,4	0,4
Kurzfristige Vermögenswerte	88,8	88,8
Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte	10,2	10,2
Vermögen	927,5	967,1
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	207,1	207,1
Verbindlichkeiten aus Unternehmensanleihen	19,9	19,9
Verbindlichkeiten aus Wandelanleihen	49,1	67,5
Sonstige Rückstellungen	0,1	0,1
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	25,8	25,8
Langfristige Verbindlichkeiten	302,0	320,4
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	11,6	11,6
Verbindlichkeiten ggü. anderen Kreditgebern	118,2	118,2
Sonstige Rückstellungen	1,4	1,4
Verbindlichkeiten aus Lieferungen u. Leistungen	1,4	1,4
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	3,8	3,8
Kurzfristige Verbindlichkeiten	136,4	136,4
Schulden	438,4	456,8
Saldo	489,0	510,3

Quelle: DIG, IVA-Analysen

Tabelle 42: DIG: Saldo aus Vermögen und Schulden zum 30. September 2021

683. Der Saldo aus Vermögen und Schulden der DIG beläuft sich auf 510,3 Mio. € zum 30. September 2021. Im Folgenden stellen wir den Wertansatz der Vermögenswerte und Schulden im Detail dar.

b) Vermögenswerte

684. Die **als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien** betreffen die Renditeeigenschaften der DIG. Dabei handelt es sich um 88 Objekte mit einem beizulegenden Wert von 789,3 Mio. € zuzüglich der als Nutzungsrechte bilanzierten Erbbaurechte in Höhe von 24,8 Mio. € jeweils zum 30. September 2021. Der Ermittlung des beizulegenden Werts liegt ein externes Sachverständigengutachten zum Bewertungsstichtag 30. Juni 2021 zugrunde (CBRE-Gutachten vom 5. Oktober 2021). Erworbene Immobilien mit Eigentumsübergängen zwischen dem 1. Juli und 30. September 2021 werden von der Gesellschaft zunächst mit den Anschaffungskosten und anschließend mit dem ermittelten beizulegenden Wert zum 30. Juni 2021 bilanziert, sofern die Ankaufsobjekte bereits in die Bewertung einbezogen werden konnten. Wesentliche Wertschwankungen der Objekte bis zum 30. September 2021 wurden von der Gesellschaft berücksichtigt, soweit hierfür Anzeichen erkennbar waren. Im Rahmen des CBRE-Gutachtens vom 5. Oktober 2021 fand ein Discounted Cashflow-Ansatz als Bewertungsmethode Anwendung. Der Zeithorizont der zu kapitalisierenden Ergebnisse wurde dabei im Wege der Phasenmethode in zwei Phasen unterteilt. Die erste Phase umfasst einen 10-jährigen Detailplanungszeitraum (Phase I). Für den sich an die erste Phase anschließenden Zeitraum (Phase II) wurde ein erwartetes nachhaltiges erzielbares Ergebnis eines „eingeschwungenen“ Gleichgewichtszustands angenommen. Die zentralen Bewertungsparameter fassen sich wie folgt zusammen:
- Marktmietsteigerung p.a.: 1,80 % bis 2,00 %,
 - Instandhaltungskosten p.a. (€/m²): 0,00 bis 10,00 €,
 - Verwaltungskosten p.a. (in % der Marktmiete): 1,00 % bis 3,00 %,
 - Diskontierungszinssatz (Phase I): 4,30 % bis 9,50 %,
 - Kapitalisierungszinssatz (Phase II): 3,80 % bis 10,40 %.
685. Wir haben das zugrunde liegende CBRE-Gutachten vom 5. Oktober 2021 stichprobenartig analysiert und nachvollzogen. Nach unseren Feststellungen beruhen die von CBRE ermittelten beizulegenden Werte der Immobilien auf einer sachgerechten Methodik und sind der Höhe nach vertretbar und rechnerisch richtig ermittelt worden.
686. Im Ergebnis erachten wir jedoch einen Verkehrswert des Portfolios von 853,8 Mio. € für naheliegend. Dabei liegt die Annahme zugrunde, dass das erwartete Mietniveau um 5,0 % höher liegt als von CBRE angenommen. Hintergrund für diese Annahme ist, dass zwischen dem Wertermittlungsstichtag des CBRE-Gutachtens zum 30. Juni 2021 und dem

Bewertungsstichtag ein in etwa 1-jähriger Zeitraum liegt, in dem eine positive Preisentwicklung am Immobilienmarkt zu beobachten war. Vor diesem Hintergrund schätzen wir den Verkehrswert der **als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien** i.H.v. 853,8 Mio. € zum Zeitpunkt unseres Berichts. Wir weisen darauf hin, dass nach dem Bilanzstichtag weitere Objekte in den Besitz der DIG übergegangen bzw. kaufvertragliche Vereinbarungen abgeschlossen wurden. Annahmegemäß ist die Anschaffung zum Fair Value erfolgt, wodurch sich keine Auswirkungen auf den NAV ergeben.

687. Die **sonstigen Vermögenswerte** beinhalten hauptsächlich Forderungen aus Gesellschafterdarlehen sowie Forderungen aus Zinsen der Gesellschafterdarlehen. Wir haben den Verkehrswert der **sonstigen Vermögenswerte** vereinfachend zum Buchwert gemäß IAS/IFRS zum 30. September 2021 angesetzt. Anhaltspunkte auf wesentliche Abweichung des Buchwerts gemäß IAS/IFRS zum Verkehrswert waren nicht ersichtlich.
688. Die übrigen Vermögenswerte haben wir aufgrund der geringen materiellen Bedeutung für den NAV vereinfachend zum Buchwert gemäß IAS/IFRS zum 30. September 2021 angesetzt.

c) Schulden

689. Bei den **kurz- sowie langfristigen Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten** i.H.v. zusammen 218,7 Mio. € zum 30. September 2021 handelt es sich hauptsächlich um grundpfandrechtlich besicherte Verbindlichkeiten. Die Zinsaufwendungen für Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten belaufen sich auf 3,4 Mio. € im Jahr 2020/21. Hieraus ermittelt sich rechnerisch ein Zinssatz i.H.v. rd. 1,55 %. Wir haben den Verkehrswert der **kurz- sowie langfristigen Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten** vereinfachend zum Buchwert gemäß IAS/IFRS zum 30. September 2021 angesetzt.
690. Bei den Verbindlichkeiten aus Wandelanleihen handelt es sich um eine Wandelanleihe mit einem Nominalvolumen i.H.v. 41,6 Mio. €. Die Wandelanleihe hat einen Coupon von 4,0 % p.a. bei einer Fälligkeit zum 30. August 2022. Der Buchwert liegt mit 49,1 Mio. € zum 30. September 2021 über der Nominalverbindlichkeit. Wir haben den Verkehrswert der **Verbindlichkeiten aus Wandelanleihen** zum Buchwert gemäß IAS/IFRS zum 30. September 2021 angesetzt. Zwischenzeitlich wurde diese Wandelanleihe abgelöst. Der festgelegte Barausgleich beläuft sich dabei auf 162.148,34 € je Teilschuldverschreibung. Bei insgesamt 416 Teilschuldverschreibungen ermittelt sich ein Verkehrswert für die Wandelanleihe i.H.v. 67,5 Mio. €. Wir haben den Verkehrswert der **Verbindlichkeiten aus Wandelanleihen** i.H.v. 67,5 Mio. € angesetzt.
691. Bei den **Verbindlichkeiten ggü. anderen Kreditgebern** handelt es sich um eine besicherte Unternehmensanleihe mit einem Nominalvolumen i.H.v. 118,0 Mio. €. Die

Unternehmensanleihe hat einen Coupon von 2,0 % p.a. bei einer Fälligkeit zum 11. Juni 2023. Der Buchwert liegt mit 118,2 Mio. € zum 30. September 2021 in etwa im Bereich der Nominalverbindlichkeit. Wir haben den Verkehrswert der **Verbindlichkeiten ggü. anderen Kreditgebern** zum Buchwert gemäß IAS/IFRS zum 30. September 2021 angesetzt.

692. Die übrigen Schulden haben wir aufgrund der geringen materiellen Bedeutung für den NAV vereinfachend zum Buchwert gemäß IAS/IFRS zum 30. September 2021 angesetzt.

d) Barwert der Verwaltungskosten

693. Im Rahmen der Ermittlung des NAV ist der Barwert der zukünftig erwarteten Verwaltungskosten abzuziehen, da der NAV von der Prämisse der Unternehmensfortführung ausgeht. Dazu sind in einem ersten Schritt die sich auf Basis des Unternehmenskonzepts ergebenden nachhaltigen jährlichen Verwaltungskosten abzuleiten. In einem zweiten Schritt ist der relevante risikoadjustierte Kapitalisierungszins zu ermitteln.
694. Die zu kapitalisierenden Verwaltungskosten berücksichtigen die erwarteten jährlichen anfallenden Aufwendungen der Gesellschaft zur kaufmännischen Verwaltung und Organisation, soweit diese nicht bereits im Rahmen der Wertermittlung einzelner Vermögenswerte berücksichtigt wurden.
695. Wir haben bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes grundsätzlich die gleichen Parameter zugrunde gelegt wie bei der Ermittlung des Ertragswerts, wobei im Rahmen der NAV-Ermittlung eine MRP vor persönlichen Steuern von 7,00 % sowie der Verschuldungsgrad aus der NAV-Betrachtung berücksichtigt wurde. Bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes haben wir einen Steuervorteil wegen der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Verwaltungskosten bei der Barwertermittlung berücksichtigt.
696. Der Steuervorteil wurde mit vereinfachend einem Unternehmenssteuersatz von 30,7 % gerechnet.

e) NAV zum 9. Juni 2022

697. Die Veränderungen im Zeitraum vom 1. Oktober 2021 bis zum 9. Juni 2022 haben wir vereinfachend anhand der Zurechnung des zeitanteiligen Ergebnisses der Gesellschaft berücksichtigt. Dabei haben wir auf das Ist-Ergebnis für das erste Quartal des Geschäftsjahres 2021/22 zzgl. geplantem Ergebnis für das zweite Quartal 2021/22 abgestellt.
698. Der NAV der DIG liegt nach unseren Berechnungen zum 9. Juni 2022 weit unter der angebotenen Barabfindung. Er hat insoweit keine Relevanz im Hinblick auf eine angemessene

Barabfindung. Im Hinblick auf die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses nehmen wir bei der Ermittlung des NAV der CTP Stellung.

3. NAV der CTP

a) Überblick

699. Die Vermögenswerte und Schulden wurden ausgehend von den Buchwerten gemäß IAS/IFRS bewertet. Die folgende Tabelle zeigt den Saldo der Verkehrswerte des Vermögens und der Schulden der CTP zum 31. Dezember 2021 ausgehend von den jeweiligen Buchwerten. Dabei haben wir sowohl die Buchwerte gemäß CTP-Konzernbilanz dargestellt, als auch eine um das Hotel-Geschäft bereinigte pro-forma Bilanz.²² Die Ableitung der Verkehrswerte der Vermögenswerte und Schulden erfolgt auf Basis der pro-forma-Bilanz ohne das Hotel-Geschäft. Hintergrund hierfür ist, dass wir den Wertbeitrag des operativen Hotelgeschäfts gesondert ermittelt haben.

CTP N.V.	Buchwert	Eliminierung des Hotel- Geschäfts	pro-forma Bilanz	Verkehrswert
Saldo aus Vermögen und Schulden	31.12.2021	31.12.2021	31.12.2021	31.12.2021
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien	7.575,1	0,0	7.575,1	7.575,1
Immobilien in Entwicklung	774,2	0,0	774,2	774,2
Aktive latente Steuern	24,1	-0,4	23,6	0,0
Sonstige langfristige Vermögenswerte	261,5	-59,3	202,3	202,3
Langfristige Vermögenswerte	8.634,9	-59,7	8.675,2	8.561,6
Forderungen aus LuL und Sonstige	159,0	-1,1	157,8	157,8
Vermögenswerte				
Liquide Mittel	892,8	-4,3	888,5	888,5
Kurzfristige Vermögenswerte	1.051,8	-5,5	1.046,3	1.046,3
Vermögen	9.686,6	-65,2	9.621,5	9.697,9

²² Die Abgrenzung erfolgte unter Zugrundelegung der Segmentberichterstattung der CTP im Geschäftsbericht für das Jahr 2021. Den im Zusammenhang der Land Bank-Entwicklung stehenden Vermögenswert der Grundstücke haben wir in der NAV-Betrachtung belassen und nicht eliminiert, da wir den zusätzlichen Wertbeitrag aus der Entwicklung dieser Grundstücke gesondert ermitteln. In Bezug auf das gesondert bewertete operative Projektentwicklungsgeschäft sind wir vereinfachend davon ausgegangen, dass keine expliziten Vermögenswerte und Schulden zuzuordnen sind.

CTP N.V.	Buchwert	Eliminierung des Hotel- Geschäfts	pro-forma Bilanz	Verkehrswert
Saldo aus Vermögen und Schulden	31.12.2021	31.12.2021	31.12.2021	31.12.2021
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Finanzverbindlichkeiten (ohne Anleihen)	1.110,5	0,0	1.110,5	1.110,5
Verbindlichkeiten aus Unternehmensanleihen	3.368,2	0,0	3.368,2	3.368,2
Passive latente Steuern	746,8	-2,3	744,5	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten und Rückstellungen	64,6	-3,4	61,2	61,2
Langfristige Verbindlichkeiten	5.290,1	-5,6	5.284,4	4.539,9
Finanzverbindlichkeiten (ohne Anleihen)	20,8	0,0	20,8	20,8
Verbindlichkeiten aus Unternehmensanleihen	13,5	0,0	13,5	13,5
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten und Rückstellungen	255,4	-1,8	253,6	253,6
Kurzfristige Verbindlichkeiten	289,8	-1,8	287,9	287,9
Schulden	5.679,8	-7,5	5.672,4	4.827,8
Saldo	4.106,8	-57,7	4.049,1	4.770,0

Quelle: DIG, IVA-Analysen

Tabelle 43: CTP: Saldo aus Vermögen und Schulden zum 31. Dezember 2021

700. Der Saldo aus Vermögen und Schulden der CTP beläuft sich auf 4.770,0 Mio. € zum 31. Dezember 2021. Im Folgenden stellen wir den Wertansatz der Vermögenswerte und Schulden im Detail dar.

b) Vermögenswerte

701. Die als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien betreffen bereits entwickelte Gewerbeimmobilien im Bestand der CTP i.H.v. 7.046,3 Mio. € sowie noch unbebaute Grundstücke, die zukünftig entwickelt werden sollen (sog. „Land Bank“) i.H.v. 526,8 Mio. €. Ein geringfügiger Anteil von 2,0 Mio. € entfällt auf Nutzungsrechte. Hauptsächlich handelt es sich bei den Bestandsimmobilien um industriell genutzte Flächen in der Tschechischen Republik, Rumänien, Ungarn, der Slowakei sowie weiteren europäischen Märkten. Der Ermittlung des beizulegenden Werts liegt ein externes Sachverständigengutachten zum Bewertungsstichtag 31. Dezember 2021 zugrunde (Cushman & Wakefield-Gutachten vom 24. Januar 2022). Die Gesellschaft hat für einen Anteil von 7.365,0 Mio. € der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien die Werte des externen Sachverständigengutachtens übernommen (vgl. CTP Geschäftsbericht 2021, S. 288). Der verbleibende Anteil i.H.v. 210,1 Mio. € wurde zu Anschaffungskosten bewertet. Im Rahmen des Cushman & Wakefield-Gutachtens vom 24. Januar 2022 fand ein Income Capitalization-Ansatz als Bewertungsmethode Anwendung. Dabei erfolgt eine Kapitalisierung von Mietniveaus von unterhalb bzw. zur nachhaltigen Marktmiete zu einem Kapitalisierungszinssatz der von dem Kapitalisierungszinssatz abweicht, der den Mietniveaus oberhalb der Marktmiete (over-rent) zugrunde liegt. Damit soll der unterschiedlichen

Risikostruktur von Mieterlösen Rechnung getragen werden. Die dabei angesetzte Rendite (sog. „Core Yield“) bewegt sich in einer Bandbreite von 3,50 % bis 10,70 % und liegt im Mittelwert bei 5,76 % für das Portfolio. Die durchschnittliche zu erwartende Miete (ERV) beläuft sich dabei auf 4,9 €/m² für das Portfolio (vgl. Geschäftsbericht 2021, S. 289).

702. Wir haben das zugrunde liegende Cushman & Wakefield-Gutachtens vom 24. Januar 2022 stichprobenartig analysiert und nachvollzogen. Nach unseren Feststellungen beruhen die von Cushman & Wakefield ermittelten beizulegenden Werte der Immobilien auf einer sachgerechten Methodik und sind der Höhe nach vertretbar und rechnerisch richtig ermittelt worden.
703. Vor diesem Hintergrund haben wir den Verkehrswert der **als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien** zum Buchwert gemäß IAS/IFRS zum 31. Dezember 2021 angesetzt.
704. Die **Immobilien in Entwicklung** betreffen zum einen Immobilienentwicklungen, die sich in verschiedenen Stufen der Fertigstellung befinden und zum anderen Grundstücke für die Baugenehmigungen bzw. Vereinbarungen mit künftigen Mietern bereits vorliegen. Die Immobilienentwicklungen verteilen hauptsächlich auf die Niederlande, der Tschechien Republik, Ungarn und Rumänien. Der Wertansatz erfolgte unter Anwendung einer Residualwertmethode (vgl. CTP Geschäftsbericht 2021, S. 293). Die Residualwertmethode geht vom Wert des fertig entwickelten Objekts aus. Kosten für die Fertigstellung werden in Abzug gebracht. Der Wert des fertig entwickelten Objekts (sog. Gross Development Value) erfolgt auf Basis der Kapitalisierung zu erwartender Mieten (ERV) abzgl. von Kosten. Die Kapitalisierungssinssätze bewegen sich dabei in einer Bandbreite von 4,25 % bis 9,00 %. Die zu erwartende Miete (ERV) beläuft sich auf 3,50 €/m² bis 8,33 €/m² für Industrieflächen und 6,50 €/m² bis 14,00 €/m² für Büroflächen (vgl. CTP Geschäftsbericht 2021, S. 293).
705. Vor diesem Hintergrund haben wir den Verkehrswert der **Immobilien in Entwicklung** zum Buchwert gemäß IAS/IFRS zum 31. Dezember 2021 angesetzt.
706. Die liquiden Mittel setzen sich nahezu ausschließlich aus kurzfristigen Termineinlagen und Bankguthaben zusammen. Der Wertansatz erfolgte zum Nennbetrag. Wir haben den Verkehrswert der **liquiden Mittel** zum Buchwert gemäß IAS/IFRS zum 31. Dezember 2021 angesetzt.
707. Die übrigen Vermögenswerte haben wir aufgrund der geringen materiellen Bedeutung für den NAV vereinfachend zum Buchwert gemäß IAS/IFRS zum 31. Dezember 2021 angesetzt.

c) Schulden

708. Die **aktiven bzw. passiven latenten Steuern** haben wir jeweils nicht im Verkehrswert berücksichtigt. Es handelt sich dabei nahezu ausschließlich um passive latente Steuern, die auf die Bewertung der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien zurückzuführen sind. Latente Ertragsteuern auf die stillen Reserven, die bei einer Veräußerung der Vermögenswerte auf Gesellschaftsebene anfallen würden, wurden nicht berücksichtigt, weil bei dem Bewertungskonzept des NAV nicht von einer Liquidation, sondern vielmehr von einer Fortführung des Geschäftsbetriebs ausgegangen wird.
709. Die langfristigen und kurzfristigen **Finanzverbindlichkeiten (ohne Anleihen)** i.H.v. zusammen 1.131,3 Mio. € zum 31. Dezember 2021 betreffen hauptsächlich Verbindlichkeiten ggü. der Aareal Bank AG (383,2 Mio. € bei einer festen Verzinsung von 1,90 % p.a.), der Komerční banka as (598,5 Mio. € bei einer festen Verzinsung von 1,55 % p.a.) und der Tatra banka as (66,0 Mio. € bei einer festen Verzinsung von 1,10 % bis 1,45 % p.a.) (vgl. CTP Geschäftsbericht 2021, S. 301). Aus der Übersicht zur Fristigkeit der Finanzverbindlichkeiten aus dem Geschäftsbericht ist ersichtlich, dass die Restlaufzeiten hauptsächlich fünf Jahre oder länger betragen.
710. Wir erachten die Darlehenskonditionen auch im Hinblick auf die Yield-to-Maturity der notierten unternehmenseigenen lang laufenden Anleihe von 1,8 % zum 31. Dezember 2021 für insgesamt marktgerecht.
711. Vor diesem Hintergrund haben wir den Verkehrswert der **Finanzverbindlichkeiten (ohne Anleihen)** zum Buchwert gemäß IAS/IFRS zum 31. Dezember 2021 angesetzt.
712. Bei den langfristigen bzw. kurzfristigen **Verbindlichkeiten aus Unternehmensanleihen** handelt es sich um insgesamt sieben notierte Anleihen mit Restlaufzeiten zwischen rd. zwei bis zehn Jahren zum 31. Dezember 2021. Das Nominalvolumen beläuft sich in Summe auf 3.400,0 Mio. €. Die Anleihen sind jeweils unbesichert. Der Buchwert der langfristigen bzw. kurzfristigen Verbindlichkeiten aus Unternehmensanleihen i.H.v. 3.381,7 Mio. € zum 31. Dezember 2021 entspricht in etwa dem Verkehrswert der Anleihen unter Zugrundelegung der Schlusskurse zum 30. Dezember 2021 i.H.v. 3.384,1 Mio. €. Wir haben in einem ersten Schritt den Verkehrswert der langfristigen bzw. kurzfristigen Verbindlichkeiten aus Unternehmensanleihen zum Buchwert gemäß IAS/IFRS zum 31. Dezember 2021 angesetzt. In einem zweiten Schritt nehmen wir eine Anpassung auf das Niveau des Verkehrswerts zum aktuellen Stichtag unter Zugrundelegung der Schlusskurse zum 22. April 2022 vor (vgl. Abschnitt D.VII.3.f)).

713. Die übrigen Schulden haben wir aufgrund der geringen materiellen Bedeutung für den NAV vereinfachend zum Buchwert gemäß IAS/IFRS zum 31. Dezember 2021 angesetzt.

d) Barwert der Verwaltungskosten

714. In Bezug auf die allgemeinen Ausführungen zum Barwert der Verwaltungskosten verweisen wir auf Abschnitt D.VII.2.d).

715. Der Steuervorteil bei der CTP wurde mit einem Unternehmenssteuersatz von 17,37 % gerechnet. Dies entspricht der nachhaltigen effektiven Steuerquote gemäß Ertragswertermittlung.

e) Wertbeitrag des operativen Geschäfts und der Land Bank-Entwicklung

716. Hintergrund für den gesonderten Wertansatz des Wertbeitrags aus dem operativen Hotel- bzw. Projektentwicklungsgeschäft der CTP ist, dass sich das Wertpotenzial dieses Geschäfts im Rahmen der reinen NAV-Betrachtung nicht widerspiegelt. Dem Wertbeitrag aus der Land Bank-Entwicklung liegt die Annahme zugrunde, dass der reine Verkehrswertansatz der Grundstücke, nicht das bereits zum Bewertungsstichtag bestehende Wertpotenzial aus der Entwicklung dieser Grundstücke umfasst.

i. Hotel-Geschäft

717. Die Ermittlung des Wertbeitrags des Hotelgeschäfts haben wir indikativ anhand des geplanten operativen Ergebnisses für das Hotel-Geschäft ermittelt. Dabei haben wir vereinfachend keine Zurechnung von Personalaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen vorgenommen haben. Diese Aufwendungen sind im Barwert der Verwaltungskosten berücksichtigt.

718. Die Planung des operativen Ergebnisses für die Planjahre 2022 bis 2026 haben wir unverändert aus der Unternehmensplanung übernommen. Im Anschluss haben wir eine Fortschreibung mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 2,0 % vorgenommen.

719. Annahmegemäß sind dem operativen Hotel-Geschäft keine Finanzverbindlichkeiten oder zinsgenerierenden liquiden Mittel zugeordnet. Daher entspricht das operative Ergebnis dem Ergebnis vor Steuern. Der Ermittlung der Ertragssteuern liegt eine effektive Steuerquote von 17,4 % zugrunde. Dies entspricht der nachhaltigen effektiven Steuerquote gemäß CTP-Ertragswertermittlung.

720. Der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes liegen grundsätzlich die gleichen Parameter zugrunde wie der Ertragswertermittlung der CTP, wobei im Rahmen der NAV-Ermittlung eine MRP vor persönlichen Steuern von 7,00 % sowie ein branchenüblicher unverschuldeter Betafaktor berücksichtigt wurde.

ii. Projektentwicklungsgeschäft

721. Die Ermittlung des Wertbeitrags des Projektentwicklungsgeschäfts haben wir indikativ anhand des geplanten operativen Ergebnisses für das Projektentwicklungsgeschäft ermittelt. Dabei haben wir ebenfalls vereinfachend keine Zurechnung von Personalaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen vorgenommen. Diese Aufwendungen sind im Barwert der Verwaltungskosten berücksichtigt.

722. Die Planung des operativen Ergebnisses für die Planjahre 2022 bis 2026 haben wir unverändert aus der Unternehmensplanung übernommen. Im Anschluss haben wir eine Fortschreibung mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 2,0 % vorgenommen.

723. Annahmegemäß sind dem operativen Projektentwicklungsgeschäft keine Finanzverbindlichkeiten oder zinsgenerierenden liquiden Mittel zugeordnet. Daher entspricht das operative Ergebnis dem Ergebnis vor Steuern. Der Ermittlung der Ertragssteuern liegt eine effektive Steuerquote von 17,4 % zugrunde. Dies entspricht der nachhaltigen effektiven Steuerquote gemäß CTP-Ertragswertermittlung.

724. Der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes liegen grundsätzlich die gleichen Parameter zugrunde wie der Ertragswertermittlung der CTP, wobei im Rahmen der NAV-Ermittlung eine MRP vor persönlichen Steuern von 7,00% sowie ein branchenüblicher unverschuldeter Betafaktor berücksichtigt wurde.

iii. Wertbeitrag aus der Land Bank-Entwicklung

725. Bei der Ermittlung des Wertbeitrags aus der Entwicklung der Land Bank-Flächen haben wir auch vereinfachend keine Zurechnung von Personalaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen vorgenommen. Diese Aufwendungen sind im Barwert der Verwaltungskosten berücksichtigt.

726. Ausgangspunkt ist die Land Bank-Fläche inkl. Optionen von 17,8 Mio. m² zum 31. Dezember 2021 (vgl. CTP Geschäftsbericht 2021, S. 94). Unter Anwendung einer realisierbaren Geschossflächenzahl je m² Grundstücksfläche von 0,45 ermittelt sich ein Entwicklungspotenzial für eine Geschossfläche von 8,01 Mio. m² (vgl. CTP Geschäftsbericht

2021, S. 293). Die angesetzte Geschossflächenanzahl von 0,45 ermittelt sich als Quotient der bestehenden Geschossfläche (GLA) des CTP-Portfolios von 8,01 Mio. m² sowie der Land Bank-Fläche inkl. Optionen von 17,8 Mio. m².

727. Anhand des Entwicklungspotenzials für eine Geschossfläche von 8,01 Mio. m² unter Anwendung von Herstellungskosten je m² Geschossfläche ermitteln sich die zu erwartenden Entwicklungskosten der Land Bank. Die angesetzten Herstellungskosten je m² Geschossfläche ermitteln sich ausgehend vom Fair Value der entwickelten Fläche im Bereich Development Assets. Vom Fair Value der entwickelten Fläche wird ein durchschnittlicher (i.S.d. Mittelwerts der Bandbreite) von CTP erwarteter Profit in Abzug gebracht.
728. Ferner wird den zu erwartenden Entwicklungskosten der Land Bank der Verkehrswert der Land Bank-Flächen nach erfolgter Entwicklung gegenübergestellt. Die Differenz entspricht dem Wertbeitrag aus der Land Bank-Entwicklung (vor Barwertermittlung). Im Rahmen der Ermittlung des Barwerts des Wertbeitrags aus der Land Bank-Entwicklung sind wir davon ausgegangen, dass sich die Entwicklung der Land Bank-Flächen über einen Zeitraum von drei Jahren realisieren lässt. Dies entspricht der Planung von CTP in Bezug auf das Projektentwicklungsvolumen.

f) Anpassung des Verkehrswerts notierten Anleihen zum 22. April 2022

729. Die Ermittlung des Verkehrswerts der notierten Anleihen der CTP zu den Schlusskursen am Stichtag 22. April 2022 stellt sich wie folgt dar.

CTP N.V. Anleihen	Nominalvolumen (in Mio. €)	Schlusskurs zum 22.04.2022 (in €)	Verkehrswert zum 22.04.2022 (in Mio. €)
CTPNV 0 % 09/27/2026 REGS Corp	500,0	88,22	441,1
CTPNV 1 ½ 09/27/2031 REGS Corp	500,0	80,20	401,0
CTPNV 0% 06/21/2025 REGS Corp	500,0	93,13	465,7
CTPNV 1% 06/21/2029 REGS Corp	500,0	84,61	423,0
CTPNV 0% 02/18/2027 REGS Corp	500,0	88,35	441,8
CTPNV 0% 11/27/2023 REGS Corp	400,0	98,06	392,2
CTPNV 2% 10/01/2025 REGS Corp	502,0	98,86	496,3
Summe	3.402,0		3.061,1

Quelle: CTP, Bloomberg, IVA-Analysen

Tabelle 44: CTP: Verkehrswert notierter Anleihen zum 8. April 2022

730. Der Verkehrswert der notierten Anleihen der CTP zu den Schlusskursen am Stichtag 22. April 2022 beläuft sich auf 3.061,1 Mio. €. Der Buchwert der notierten Anleihen zum 31. Dezember 2021 beläuft sich auf 3.381,7 Mio. €. Insofern ergibt sich ein Anpassungsbetrag des NAV i.H.v. +320,6 Mio. €.

g) NAV zum 9. Juni 2022

731. Die Veränderungen im Zeitraum vom 1. Januar 2022 bis zum 9. Juni 2022 haben wir vereinfachend anhand der Zurechnung des zeitanteiligen Ergebnisses der Gesellschaft berücksichtigt. Dabei haben wir auf die Planungsrechnung für das Jahr 2022 abgestellt.
732. Ferner haben wir den NAV je Aktie für die CTP zum 9. Juni 2022 unter Berücksichtigung des DIG-Anteils von 80,9 % ermittelt (vgl. Tz. 146).
733. Der indikative NAV der CTP liegt deutlich unter dem ermittelten Ertragswert der CTP.
734. Im Hinblick auf die Beurteilung eines angemessenen Umtauschverhältnisses kommen wir bei einer isolierten Betrachtung der jeweiligen NAV je Aktie der DIG und CTP ebenfalls zum Ergebnis, dass das angebotene Umtauschverhältnis aus Sicht der Aktionäre der DIG nicht unangemessen ist.

VII. Ermittlung der Unternehmenswerte nach dem DCF-/Ertragswertverfahren

1. DIG

a) Vorgehensweise und Bewertungsgrundlagen

735. Der Unternehmenswert setzt sich grundsätzlich aus dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens sowie aus dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens bzw. der Sonderwerte zusammen. Als nicht betriebsnotwendiges Vermögen werden solche Vermögenswerte definiert, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionales Abgrenzungskriterium). Soweit sich deren Werte nicht in der Planungsrechnung der Gesellschaft und damit im Ertragswert widerspiegeln, sind die entsprechenden Vermögensbestandteile und die dazugehörigen Schulden sowie ggf. anfallende Ertragsteuern unter Berücksichtigung der bestmöglichen Verwertung gesondert zu bewerten und in den Unternehmenswert einzubeziehen.
736. Im Rahmen der Bewertung der DIG hat ValueTrust kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen identifiziert. Im Rahmen unserer Analysen sowie der uns von der Gesellschaft erteilten Auskünfte haben sich keine Anzeichen für Sachverhalte ergeben, die als Sonderwert oder wesentliches nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen wären.
737. Wie in Abschnitt C.III bereits erläutert, hat die Bewertungsgutachterin für Zwecke der Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses den objektivierten Unternehmenswert der DIG gem. IDW S 1 nach der DCF-Methode in Form des FTE-Ansatzes ermittelt. Dabei wurde auf eine explizite Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern im Bewertungskalkül verzichtet und insofern auf die mittelbare Typisierung gem. IDW S 1 zurückgegriffen.
738. Für Ermittlung der angemessenen Barabfindung wurde im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung auf die unmittelbare Typisierung gem. IDW S 1 zurückgegriffen und die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person zugrunde gelegt. Entsprechend wurden die persönlichen Ertragsteuern im Bewertungskalkül sowohl bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse als auch beim Kapitalisierungszinssatz explizit berücksichtigt.
739. Im Rahmen unserer eigenen Analysen haben wir die Ermittlung des Unternehmenswerts der DIG durch die Bewertungsgutachterin nachvollzogen. Da es sich bei dem Ertragswertverfahren im Rahmen von aktien- bzw. umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen um das üblicherweise gewählte Wertermittlungsverfahren zur Bewertung operativ tätiger Unternehmen handelt, haben wir im Folgenden die Wertermittlung der DIG auf Basis des Ertragswertverfahrens dargestellt. In den folgenden Abschnitten stellen wir zunächst

die Ableitung des Ertragswerts der DIG vor persönlichen Steuern (Abschnitt b) sowie darauf aufbauend den Ertragswert der DIG nach persönlichen Steuern dar (Abschnitt c).

b) Ertragswert der DIG gem. IDW S 1 vor persönlichen Steuern

740. Aufbauend auf der im Kapitel D.IV.1. dargestellten Planungsrechnung der DIG ergeben sich für die Detailplanungs- und Konvergenzphase sowie das nachhaltige Ergebnis die im Folgenden dargestellten Nettoausschüttungen.²³

Deutsche Industrie Grundbesitz AG	Plan	Plan	Plan	Plan
Entziehbarer Überschuss	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Jahresüberschuss	13,5	38,5	46,4	54,6
Thesaurierung	-13,5	-38,5	-46,4	-54,6
Entziehbarer Überschuss vor pers. Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0

Deutsche Industrie Grundbesitz AG	Konv	Konv	Konv	Konv	nachhaltig
Entziehbarer Überschuss	2026/26	2026/27	2027/28	2028/29	ab 2029/30
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Jahresüberschuss	60,4	62,6	60,7	61,3	62,5
Thesaurierung	-55,6	-50,5	-43,5	-15,8	-16,1
Entziehbarer Überschuss vor pers. Steuern	4,8	12,1	17,2	45,4	46,4

Quelle: ValueTrust; IVA-Analysen

Tabelle 45: Ableitung der Entziehbaren Überschüsse der DIG vor persönlichen Steuern

741. Da die DIG im Rahmen ihrer Planung für die Jahre 2021/22 bis 2024/25 keine Ausschüttungen vorgesehen hat, wurden die Ergebnisse im Detailplanungszeitraum, zur Bedienung der finanziellen Verbindlichkeiten, vollständig thesauriert. Im Rahmen der Konvergenzphase hat ValueTrust auf Basis des FTE den jeweils zur Ausschüttung frei verfügbaren Betrag ermittelt und diesen als Wertbeitrag aus Ausschüttungen berücksichtigt. Bezogen auf den Jahresüberschuss ergibt sich daraus im Jahr 2025/26 eine Ausschüttungsquote i.H.v. 7,9 %, die bis zum Jahr 2027/28 auf 28,3 % bzw. nachhaltig auf 55,0 % ansteigt. Die nachhaltige Ausschüttungsquote hat die Bewertungsgutachterin dabei auf Basis einer Peer Group-Analyse abgeleitet. Aufgrund der Ermittlung des Unternehmenswerts der DIG vor Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern hat die Höhe der Ausschüttungsquote jedoch keine Auswirkung auf den Unternehmenswert der DIG.

²³ Wir weisen darauf hin, dass sich aus der Berücksichtigung einer Konvergenzphase ggü. der von ValueTrust gewählten barwertäquivalenten Umrechnung keine Bewertungsunterschiede ergeben.

742. Der Ertragswert der DIG ergibt sich aus der Summe der Barwerte der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen. Für die Ermittlung der Barwerte der Nettoeinnahmen sind die prognostizierten Nettoeinnahmen der Geschäftsjahre 2021/22 bis 2028/29 einzeln mit den entsprechenden Kapitalisierungszinssätzen (Eigenkapitalkosten) zu diskontieren.
743. Für die durchschnittlich erzielbaren Nettoeinnahmen ab dem Geschäftsjahr 2029/30 ergibt sich der Barwert nach der Formel der ewigen Rente. Der Barwert der ewigen Rente ist ebenfalls auf den Bewertungsstichtag 9. Juni 2022 zurückzubeziehen.
744. Danach errechnet sich der Ertragswert wie folgt:

DIG Ertragswert	Plan 2021/22 Mio. €	Plan 2022/23 Mio. €	Plan 2023/24 Mio. €	Plan 2024/25 Mio. €
Entziehbarer Überschuss vor pers. Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalisierungszinssatz vor pers. Steuern	5,5%	6,0%	6,1%	6,3%
Periode	1	2	3	4
Barwertfaktor	0,95	0,89	0,84	0,79
Barwerte zum 30. September 2021	0,0	0,0	0,0	0,0

DIG Ertragswert	Konv 2026/26 Mio. €	Konv 2026/27 Mio. €	Konv 2027/28 Mio. €	Konv 2028/29 Mio. €	nachhaltig ab 2029/30 Mio. €
Entziehbarer Überschuss vor pers. Steuern	4,8	12,1	17,2	46,4	46,4
Kapitalisierungszinssatz vor pers. Steuern	6,4%	6,4%	6,2%	6,2%	4,2%
Periode	5	6	7	8	
Barwertfaktor	0,74	0,70	0,66	0,62	14,91
Barwerte zum 30. September 2021	3,6	8,6	11,3	28,2	691,2
Summe Barwerte zum 30. September 2021	742,7				
Aufzinsungsfaktor zum Bewertungsstichtag	1,038				
Ertragswert zum 9. Juni 2022	770,8				
Wert je Aktie zum 9. Juni 2022	24,03				

Quelle: ValueTust; IVA-Analysen

Tabelle 46: Ertragswert der DIG vor persönlichen Steuern zum 9. Juni 2022

745. Da die DIG über kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen oder Sonderwerte verfügt, entspricht der Ertragswert des operativen Geschäfts dem Unternehmenswert. Der **Unternehmenswert** der DIG vor persönlichen Steuern beträgt zum 9. Juni 2022 **770,8 Mio. €**. Der Unternehmenswert je Aktie der DIG vor persönlichen Steuern beträgt **24,03 € je Aktie**.

746. Die Bewertungsgutachterin hat in einem Sensitivitätsszenario den Ertragswert der DIG unter Berücksichtigung einer MRP von 8,0 % und einem unverschuldeten Betafaktor von 0,5 ermittelt. Der so ermittelte Unternehmenswert der DIG vor persönlichen Steuern beträgt zum 9. Juni 2022 662,3 Mio. €. Der Unternehmenswert je Aktie der DIG vor persönlichen Steuern beträgt 20,65 € je Aktie.
747. Wir haben die Ermittlung des Ertragswertes/DCF-Wertes anhand eigener Berechnungen nachvollzogen und rechnerisch und sachlich überprüft. Es ergaben sich keine Beanstandungen. Die von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehensweise zur Ermittlung des Ertragswertes erachten wir insgesamt für plausibel und sachgerecht.
748. Die im Rahmen unserer Analysen für alternativ vertretbare Annahmen hinsichtlich der finanziellen Überschüsse im Planungszeitraum und der ewigen Rente (vgl. Kapitel D.IV.1.f)) sowie der einzelnen Parameter des Kapitalisierungszinssatzes (vgl. Kapitel D.V) durchgeführten Berechnungen haben in der Gesamtschau keine Anhaltspunkte dafür ergeben, dass der ermittelte Unternehmenswert der DIG und der daraus ermittelte Wert je Aktie unangemessen wäre.

c) Ertragswert der DIG gemäß IDW S 1 nach persönlichen Steuern

Ausschüttungsverhalten

749. In der Detailplanungsphase ist entsprechend den Empfehlungen des IDW eine Aufteilung der finanziellen Überschüsse auf Ausschüttungen und Thesaurierungen auf der Basis des individuellen Unternehmenskonzepts und unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen vorzunehmen (vgl. IDW S 1, Tz. 36). Thesaurierte Mittel können etwa zur Finanzierung von Investitionen oder zur Tilgung von Finanzverbindlichkeiten verwendet werden. Sofern für die Verwendung der thesaurierten Beträge hingegen keine konkreten Planungen vorliegen und auch die Investitionsplanung keine konkrete Verwendung vorsieht, ist eine sachgerechte Prämisse im Hinblick auf die Mittelverwendung zu treffen (vgl. IDW S 1, Tz. 35 f.).
750. Die Planungsrechnung der Gesellschaft geht davon aus, dass im Detailplanungszeitraum aufgrund der erforderlichen Wachstumsfinanzierung, auf Basis des FTE-Ansatzes, keine Überschüsse zur Ausschüttung an die Anteilseigner zur Verfügung stehen. Im Rahmen der Konvergenzphase hat die Bewertungsgutachterin auf Basis des FTE-Ansatzes den nach Thesaurierungsbedarf jeweils zur Ausschüttung frei verfügbaren Betrag ermittelt und diesen als Wertbeitrag aus Ausschüttungen den Anteilseignern zugerechnet.

751. Im Übergangsjahr und in der Phase der ewigen Rente setzt die Bewertungsgutachterin eine auf 55,0 % erhöhte Ausschüttungsquote an. Zudem wird in der Phase der ewigen Rente eine Thesaurierung zur Finanzierung des Bilanzwachstums bzw. zur Finanzierung des nachhaltigen Investitionsbedarfs in das Nettoumlaufvermögen i.H.v. rd. 16,1 Mio. € angenommen. Dieser Finanzierungsbedarf wurde ausgehend von dem geplanten Anlagevermögen und dem Nettoumlaufvermögen zum Ende der Grobplanungsphase unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate und der Annahme einer nachhaltig konstanten Kapitalstruktur ermittelt. Die hierfür vorgesehenen Mittel mindern insoweit den Wertbeitrag aus Thesaurierungen, der den Anteilseignern unmittelbar fiktiv zugerechnet wird.
752. Durch die sog. wachstumsbedingte, echte Thesaurierung in der ewigen Rente wird berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der finanziellen Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanzposten – ausgehend von der Annahme einer nachhaltig stabilen Kapitalstruktur und Verschuldungsgrad – auch anteilig mit Eigenkapital zu unterlegen ist. Die für dieses Bilanzwachstum erforderliche Thesaurierung wurde daher zutreffend nicht in den Wertbeitrag aus der unmittelbaren fiktiven Zurechnung von Thesaurierungen an die Anteilseigner einbezogen.

Ertragsteuern der Anteilseigner

753. Für Ermittlung der angemessenen Barabfindung wurde im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung auf die unmittelbare Typisierung gem. IDW S 1 zurückgegriffen und die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person zugrunde gelegt. Da der Unternehmenswert aus der Sicht der Unternehmenseigner ermittelt wird, ist die steuerliche Belastung der Anteilseigner auf die Ausschüttungen aus dem Unternehmen sowie auf die Kursgewinne (fiktiv zugerechnete Thesaurierungsbeträge) zu berücksichtigen.
754. Bei der Bewertung von deutschen Kapitalgesellschaften ist zu berücksichtigen, dass Zinseinkünfte, Dividenden und Kursgewinne einer einheitlichen und von den individuellen Verhältnissen des Anteilseigners unabhängigen nominellen Steuerbelastung i.H.v. 25,0 % (sog. Abgeltungsteuer) zuzüglich Solidaritätszuschlag unterliegen.
755. Aus den unterschiedlichen Zufluss- und Realisationszeitpunkten von Ausschüttungen und Kursgewinnen resultieren indes unterschiedliche effektive Steuerbelastungen. Während die effektive Steuerlast für Zinsen und Dividenden regelmäßig der nominellen Steuerbelastung entspricht, hängt die effektive Steuerbelastung auf zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen vom Zeitpunkt ab, zu dem die Wertsteigerung realisiert wird. Sie reduziert sich mit zunehmender Haltedauer eines Wertpapiers durch den Anteilseigner. Vor diesem Hintergrund werden Anteilseigner bestrebt sein, die effektive Steuerbelastung durch lange

Haltedauern möglichst gering zu halten. Unter der Annahme langer Haltedauern bedeutet dies einen gegenüber der nominellen Steuerbelastung deutlich geminderten effektiven Steuersatz für Veräußerungsgewinne.

756. Dementsprechend wird in der vorliegenden Bewertung der nominelle Abgeltungssteuersatz zzgl. Solidaritätszuschlag (rd. 26,4 %) für die Ausschüttungen in Ansatz gebracht, während die den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechneten Thesaurierungsbeträge typisierend mit einem Steuersatz in Höhe des hälftigen nominellen Steuersatzes zuzüglich Solidaritätszuschlag (rd. 13,2 %) belastet werden.
757. Eine analoge Besteuerung der inflationsbedingten Wertsteigerungen in der Phase der ewigen Rente mit einem effektiven Steuersatz wurde nicht vorgenommen. Die Bewertungsgutachterin hat stattdessen in der Phase der ewigen Rente einen um die Effekte aus den persönlichen Ertragsteuern gekürzten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,74 % angewendet und insoweit die steuerliche Belastung aus inflationsbedingten Wertsteigerungen wertäquivalent in das Bewertungskalkül integriert.
758. Wir halten die Vorgehensweise zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern insgesamt für angemessen.

Darstellung der Nettoausschüttungen

759. Aufbauend auf der im Kapitel D.IV.1 dargestellten Planungsrechnung der DIG ergeben sich für die Detailplanungs-/Konvergenzphase sowie das nachhaltige Ergebnis die im Folgenden dargestellten Nettoausschüttungen.

Deutsche Industrie Grundbesitz AG Entziehbarer Überschuss	Plan	Plan	Plan	Plan
	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Jahresüberschuss	13,5	38,5	46,4	54,6
Thesaurierung	-13,5	-38,5	-46,4	-54,6
Entziehbarer Überschuss vor pers. Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Wertbeitrag aus Thesaurierungen	0,0	0,0	0,0	0,0
pers. Ertragsteuer auf Wertbeitrag Thesaurierungen	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Wertbeitrag aus Ausschüttungen	0,0	0,0	0,0	0,0
pers. Ertragsteuer auf Wertbeitrag Ausschüttungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Entziehbarer Überschuss nach pers. Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0

Deutsche Industrie Grundbesitz AG	Konv	Konv	Konv	Konv	nachhaltig
Entziehbarer Überschuss	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	ab 2029/30
Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Jahresüberschuss	60,4	62,6	60,7	61,3	62,5
Thesaurierung	-55,6	-50,5	-43,5	-15,8	-16,1
Entziehbarer Überschuss vor pers. Steuern	4,8	12,1	17,2	45,4	46,4
davon Wertbeitrag aus Thesaurierungen	0,0	0,0	0,0	11,7	12,0
pers. Ertragsteuer auf Wertbeitrag Thesaurierungen	0,0	0,0	0,0	-1,5	-1,6
davon Wertbeitrag aus Ausschüttungen	4,8	12,1	17,2	33,7	34,4
pers. Ertragsteuer auf Wertbeitrag Ausschüttungen	-1,3	-3,2	-4,5	-8,9	-9,1
Entziehbarer Überschuss nach pers. Steuern	3,5	8,9	12,6	35,0	35,7

Quelle: ValueTrust; IVA-Analysen

Tabelle 47: Ableitung der Entziehbaren Überschüsse der DIG nach persönlichen Steuern

760. Aufgrund der Wachstumsfinanzierung stehen im Detailplanungszeitraum 2021/22 bis 2024/25 auf Basis des FTE-Ansatzes keine Überschüsse zur Ausschüttung zur Verfügung.

761. Im Rahmen der Konvergenzphase hat ValueTrust auf Basis des FTE-Ansatzes den jeweils zur Ausschüttung frei verfügbaren Betrag ermittelt und diesen als Wertbeitrag aus Ausschüttungen berücksichtigt. Bezogen auf den Jahresüberschuss ergibt sich daraus im Jahr 2025/26 eine Ausschüttungsquote i.H.v. 7,9 %, die bis zum Jahr 2027/28 auf 28,3 % ansteigt. Ab dem Jahr 2028/29 und nachhaltig hat ValueTrust eine Ausschüttungsquote i.H.v. 55,0 % angenommen. Die nachhaltige Ausschüttungsquote hat ValueTrust auf Basis von Analystenschätzungen bzgl. der erwarteten Jahresergebnisse und Dividenden der Peer Group-Unternehmen, abgeleitet. Der über die so bemessenen Ausschüttungen hinausgehende und nicht auf die erforderlichen wachstumsbedingten Thesaurierungen entfallende Betrag wurde als Wertbeitrag aus Thesaurierungen den Anteilseignern unmittelbar fiktiv zugerechnet.

762. Wir haben das Vorgehen von ValueTrust in Bezug auf die Ermittlung der nachhaltigen Ausschüttungsquote nachvollzogen und erachten diese als vertretbar. Ergänzend haben wir auf Basis unserer eigenen Peer Group-Analyse die historischen Ausschüttungsquoten der Peer Group-Unternehmen abgeleitet. Auf Basis unserer Analysen ergibt sich für die von uns plausibel erachtete Peer Group der DIG insgesamt eine niedrigere Ausschüttungsquote.

763. Der Ertragswert der DIG ergibt sich aus der Summe der Barwerte der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen. Für die Ermittlung der Barwerte der Nettoeinnahmen sind die prognostizierten Nettoeinnahmen der Geschäftsjahre 2021/22 bis 2028/29 einzeln mit den entsprechenden Kapitalisierungszinssätzen (Eigenkapitalkosten) zu diskontieren.

764. Für die durchschnittlich erzielbaren Nettoeinnahmen ab dem Geschäftsjahr 2029/30 ergibt sich der Barwert nach der Formel der ewigen Rente. Der Barwert der ewigen Rente ist ebenfalls auf den Bewertungsstichtag 9. Juni 2022 zurückzubeziehen.

765. Danach errechnet sich der Ertragswert wie folgt:

DIG	Plan	Plan	Plan	Plan
Ertragswert	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Entziehbarer Überschuss nach pers. Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalisierungszinssatz nach pers. Steuern	4,5%	4,9%	5,0%	5,1%
Periode	1	2	3	4
Barwertfaktor	0,96	0,91	0,87	0,83
Barwerte zum 30. September 2021	0,0	0,0	0,0	0,0

DIG	Konv	Konv	Konv	Konv	nachhaltig
Ertragswert	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	ab 2029/30
Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Entziehbarer Überschuss nach pers. Steuern	3,5	8,9	12,6	35,0	35,7
Kapitalisierungszinssatz nach pers. Steuern	5,3%	5,3%	5,1%	5,1%	3,4%
Periode	5	6	7	8	
Barwertfaktor	0,79	0,75	0,71	0,68	19,99
Barwerte zum 30. September 2021	2,8	6,6	9,0	23,6	713,8
Summe Barwerte zum 30. September 2021	755,8				
Aufzinsungsfaktor zum Bewertungsstichtag	1,031				
Ertragswert zum 9. Juni 2022	779,1				
Wert je Aktie zum 9. Juni 2022	24,29				

Quelle: ValueTrust; IVA-Analysen

Tabelle 48: Ertragswert der DIG nach persönlichen Steuern zum 9. Juni 2022

766. Da die DIG über kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen oder Sonderwerte verfügt, entspricht der Ertragswert des operativen Geschäfts dem Unternehmenswert. Der **Unternehmenswert** der DIG nach persönlichen Steuern beträgt zum 9. Juni 2022 **779,1 Mio. €**. Der Unternehmenswert je Aktie der DIG nach persönlichen Steuern beträgt **24,29 € je Aktie**.

767. Die Bewertungsgutachterin hat in einem Sensitivitätsszenario den Ertragswert der DIG unter Berücksichtigung einer MRP von 8,0 % und einem unverschuldeten Betafaktor von 0,5 ermittelt. Der so ermittelte Unternehmenswert der DIG nach persönlichen Steuern beträgt zum 9. Juni 2022 689,1 Mio. €. Der Unternehmenswert je Aktie der DIG nach persönlichen Steuern beträgt 21,48 € je Aktie.

768. Wir haben die Ermittlung des Ertragswertes/DCF-Wertes anhand eigener Berechnungen nachvollzogen und rechnerisch und sachlich überprüft. Es ergaben sich keine Beanstandungen. Die von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehensweise zur Ermittlung des Ertragswerts erachten wir insgesamt für plausibel und sachgerecht.
769. Im Rahmen unserer eigenen Analysen haben wir für alternativ vertretbare Annahmen hinsichtlich der finanziellen Überschüsse im Planungszeitraum und der ewigen Rente (vgl. Kapitel D.IV.1.f)) sowie in Bezug auf die einzelnen Parameter des Kapitalisierungszinssatzes (vgl. Kapitel D.V) und die angenommene nachhaltige Ausschüttungsquote ergänzende Berechnungen durchgeführt.
770. Die von uns durchgeführten Berechnungen haben insgesamt zu einem niedrigeren Unternehmenswert bzw. Wert je Aktie der DIG geführt. Es haben sich daraus keine Anhaltspunkte dafür ergeben, dass der ermittelte Unternehmenswert der DIG und der ermittelte Wert je Aktie unangemessen wäre.

2. CTP

a) Vorgehensweise und Bewertungsgrundlagen

771. Der Unternehmenswert setzt sich grundsätzlich aus dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens sowie aus dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens bzw. der Sonderwerte zusammen. Im Rahmen der Bewertung der CTP hat ValueTrust nicht betriebsnotwendiges Vermögen identifiziert, das als Sonderwert berücksichtigt wurde. Ergänzend ist bei der Unternehmenswertermittlung der CTP der Barwert der geplanten Kapitalerhöhungen zu berücksichtigen. Die Gesellschaft plant Kapitalerhöhungen zur (antiligen) Finanzierung des operativen Wachstums. Im Rahmen der Unternehmenswertermittlung der CTP wurde der Wert der CTP um die diskontierten Kapitalerhöhungen vermindert.
772. Die Bewertungsgutachterin hat in ihrer gutachtlichen Stellungnahme die Werte des Eigenkapitals der CTP vor und nach Berücksichtigung der Beteiligung der CTP an der DIG zum 9. Juni 2022 dargestellt. Hintergrund ist, dass bis zum 25. Januar 2022 das der Verschmelzung vorausgehende Übernahmeangebot für insgesamt 25.951.833 DIG-Aktien angenommen wurde. Dies entspricht einem Anteil von etwa 80,90 % am Grundkapital der DIG. Für insgesamt 25.937.060 DIG-Aktien (80,85 % des Grundkapitals) wurde eine Aktiengegenleistung angenommen. Am 3. Februar 2022 erfolgte per Sachkapitalerhöhung die Einbringung der DIG-Aktien (für die das Angebot im Tausch gegen die Aktiengegenleistung angenommen wurde) und die Ausgabe der im Gegenzug an die Aktionäre der DIG zu gewährenden neuen CTP-Aktien. Für die Unternehmenswertermittlung der CTP bedeutet dies, dass die aus der Annahme des Übernahmeangebots resultierende Sachkapitalerhöhung der CTP zum Bewertungsstichtag bereits abgeschlossen ist und folglich der Wert der zum Bewertungsstichtag von der CTP gehaltenen Beteiligung an der DIG als Sonderwert zu berücksichtigen ist. Der sich ergebende Unternehmenswert der CTP ist sodann auf die aufgrund der Sachkapitalerhöhung gestiegene Aktienzahl der CTP zu beziehen.
773. Wie in Abschnitt C.III bereits erläutert, hat die Bewertungsgutachterin für Zwecke der Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses den objektivierten Unternehmenswert der CTP gemäß IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen nach der DCF-Methode in Form des Flow-to-Equity-Ansatzes ermittelt. Dabei wurde auf eine explizite Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern im Bewertungskalkül verzichtet und insofern auf die mittelbare Typisierung gemäß IDW S 1 zurückgegriffen.
774. Vor dem Hintergrund, dass in der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung im Zusammenhang mit gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen von deutschen Aktiengesellschaften hingegen regelmäßig typisierend die steuerlichen Verhältnisse einer in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtigen Person zugrunde gelegt und

die persönlichen Ertragsteuern explizit im Bewertungskalkül berücksichtigt werden (unmittelbare Typisierung gemäß IDW S 1), haben wir ergänzend eine entsprechende Betrachtung vorgenommen und einen (indikativen) Wert je Aktie der CTP nach persönlichen Ertragsteuern aus Sicht einer in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtigen Person ermittelt.

775. Im Rahmen unserer eigenen Analysen haben wir die Ermittlung des Unternehmenswerts der CTP durch die Bewertungsgutachterin nachvollzogen. Da es sich bei dem Ertragswertverfahren im Rahmen von aktien- bzw. umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen um das üblicherweise gewählte Wertermittlungsverfahren zur Bewertung operativ tätiger Unternehmen handelt, haben wir im Folgenden die Wertermittlung der CTP auf Basis des Ertragswertverfahrens dargestellt.

b) Ertragswert der CTP gem. IDW S 1 vor persönlichen Steuern

776. Aufbauend auf der im Kapitel D.IV.2. dargestellten Planungsrechnung der CTP ergeben sich für die Detailplanungs- und Konvergenzphase sowie das nachhaltige Ergebnis die im Folgenden dargestellten Entziehbaren Überschüsse.²⁴

CTP Entziehbarer Überschuss	Plan 2022 Mio. €	Plan 2023 Mio. €	Plan 2024 Mio. €	Plan 2025 Mio. €	Plan 2026 Mio. €
Jahresüberschuss	266,6	369,9	476,5	598,9	692,2
Thesaurierung / Eigenkapitalzuführung durch Kapitalerhöhung	-738,0	-772,4	-813,1	-718,1	-594,9
Entziehbarer Überschuss vor pers. Steuern	-471,3	-402,4	-336,6	-119,2	97,3

CTP Entziehbarer Überschuss	Konv 2027 Mio. €	Konv 2028 Mio. €	Konv 2029 Mio. €	nachhaltig ab 2030 Mio. €
Jahresüberschuss	738,8	783,6	808,9	825,1
Thesaurierung / Eigenkapitalzuführung durch Kapitalerhöhung	-740,6	-686,7	-183,4	-187,1
Entziehbarer Überschuss vor pers. Steuern	-1,8	97,0	625,5	638,0

Quelle: ValueTrust; IVA-Analysen

Tabelle 49: Ableitung der Entziehbaren Überschüsse der CTP vor persönlichen Steuern

777. Die CTP hat uns gebeten, auf eine Aufteilung der geplanten entziehbaren Überschüsse in Dividendenauszahlungen (Ausschüttungen) und Einzahlungen aus Kapitalerhöhungen zu

²⁴ Wir weisen darauf hin, dass sich aus der Berücksichtigung einer Konvergenzphase ggü. der von ValueTrust gewählten barwertäquivalenten Umrechnung keine Bewertungsunterschiede ergeben.

verzichten, da eine Veröffentlichung dieser Informationen der CTP einen nicht unerheblichen Nachteil im Wettbewerb zufügen würde. Eine Berichterstattung, die insoweit über den Umfang der Ausführungen der Bewertungsgutachterin hinausgeht, sei ihres Erachtens nicht angemessen.

778. Vor diesem Hintergrund verzichten wir im Rahmen unserer Berichterstattung auf eine Aufgliederung der geplanten entziehbaren Überschüsse in Dividendenauszahlungen und Einzahlungen aus Kapitalerhöhungen im Planungszeitraum und in der Konvergenzphase und weisen die geplanten Thesaurierungen und die geplanten Eigenkapitalzuführungen aus Kapitalerhöhungen in einer Zeile aus. Wir weisen darauf hin, dass sich die von der Gesellschaft als schutzwürdig angesehenen Informationen nur auf Art und Umfang der Berichterstattung beziehen und nicht auf die uns zur Verfügung gestellten Informationen zur Beurteilung der Angemessenheit der Umtauschverhältnisse und der Abfindungshöhe. Es ist festzuhalten, dass alle von uns erbetenen Aufklärungen und Nachweise bereitwillig erteilt wurden und vor diesem Hintergrund keine Prüfungshemmnisse vorliegen.

779. Wie aus der Tabelle ersichtlich ist, führt die geplante Wachstumsstrategie der Gesellschaft in den ersten Jahren des Detailplanungszeitraums zu einem Kapitalbedarf. Die nachhaltigen Thesaurierungen i.H.v. 187,1 Mio. € reflektieren die anteilige Finanzierung des nachhaltigen Wachstums von 2,0 % p.a. durch Eigenkapital.

780. Der Ertragswert der CTP ergibt sich aus der Summe der Barwerte der zu kapitalisierenden Entziehbaren Überschüsse. Dazu werden die geplanten Ausschüttungen der Geschäftsjahre 2022 bis 2029 einzeln mit den entsprechenden Kapitalisierungszinssätzen (Eigenkapitalkosten) diskontiert, während die geplanten Eigenkapitalzuführungen aus Kapitalerhöhungen mit dem risikolosen Basiszinssatz diskontiert werden. Für die durchschnittlich erzielbaren Nettoeinnahmen ab dem Geschäftsjahr 2030 ergibt sich der Barwert nach der Formel der ewigen Rente.

781. Danach errechnet sich der Ertragswert der CTP wie folgt:

CTP Ertragswert	Plan 2022 Mio. €	Plan 2023 Mio. €	Plan 2024 Mio. €	Plan 2025 Mio. €	Plan 2026 Mio. €
Entziehbarer Überschuss vor pers. Steuern	-471,3	-402,4	-336,6	-119,2	97,3
Kapitalisierungszinssatz (Ausschüttungen)	5,9%	5,9%	6,0%	6,2%	6,1%
Barwertfaktor (Ausschüttungen)	0,94	0,89	0,84	0,79	0,75
Kapitalisierungszinssatz (Kapitalerhöhungen)	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Barwertfaktor (Kapitalerhöhungen)	1,00	0,99	0,99	0,98	0,98
Barwerte zum 31. Dezember 2021	-476,8	-423,0	-379,1	-194,8	-18,1

CTP	Konv	Konv	Konv	nach- haltig
Barwert der Entziehbaren Überschüsse	2027	2028	2029	ab 2030
Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Entziehbarer Überschuss vor pers. Steuern	-1,8	97,0	625,5	638,0
Kapitalisierungszinssatz (Ausschüttungen)	6,5%	6,5%	6,4%	4,4%
Barwertfaktor (Ausschüttungen)	0,70	0,66	0,62	14,16
Kapitalisierungszinssatz (Kapitalerhöhungen)	0,4%	0,4%	0,4%	
Barwertfaktor (Kapitalerhöhungen)	0,98	0,97	0,97	
Barwerte zum 31. Dezember 2021	-126,1	-61,9	387,0	9.036,5
Summe Barwerte zum 31. Dezember 2021	7.744,6			
Aufzinsungsfaktor zum Bewertungsstichtag	1,036			
Ertragswert zum 9. Juni 2022	8.026,7			

Quelle: ValueTrust;IVA-Analysen

Tabelle 50: Ertragswert der CTP vor persönlichen Steuern zum 9. Juni 2022

782. Unter Berücksichtigung der Minderheitenanteile sowie eines Sonderwerts für nicht betriebsnotwendiges Vermögen stellt sich die Ermittlung des Unternehmenswerts der CTP vor persönlichen Steuern wie folgt dar.

CTP	Mio. €
Unternehmenswert und Wert je Aktie ohne Berücksichtigung Sachkapitalerhöhung	
Ertragswert zum 9. Juni 2022	8.025,7
Minderheiten / Sonderwerte	1,2
Unternehmenswert zum 9. Juni 2022	8.026,8
Anzahl Aktien (in Mio.)	400,4
Wert je Aktie zum 9. Juni 2022 (in €)	20,05

Quelle: ValueTrust;IVA-Analysen

Tabelle 51: Unternehmenswert und Wert je Aktie der CTP zum 9. Juni 2022 ohne Berücksichtigung der Sachkapitalerhöhung

783. Der **Unternehmenswert** der CTP vor persönlichen Steuern beträgt – ohne Berücksichtigung der Sachkapitalerhöhung – zum 9. Juni 2022 **8.026,8 Mio. €**. Bezogen auf 400,4 Mio. ausstehende Aktien der CTP vor Durchführung der Sachkapitalerhöhung ergibt sich ein Wert je Aktie der CTP vor persönlichen Steuern i.H.v. **20,05 € je Aktie**.
784. Aufgrund der Übernahme von 80,9 % der DIG-Anteile erhöht sich der Unternehmenswert der CTP um den anteiligen Wert der DIG i.H.v. 623,6 Mio. € (= 80,9 % x 770,8 Mio. €) auf 8.650,4 Mio. €. Bei dieser Berechnung wurde aus Konsistenzgründen auf den Unternehmenswert der DIG vor persönlichen Steuern abgestellt. In der folgenden Tabelle wird

die Ableitung des Unternehmenswerts und des Werts je CTP-Aktie unter Berücksichtigung der Sachkapitalerhöhung dargestellt.

CTP	Mio. €
Unternehmenswert und Wert je Aktie mit Berücksichtigung Sachkapitalerhöhung	
Unternehmenswert zum 9. Juni 2022 (ohne DIG)	8.026,8
Wertbeitrag DIG (80,9 % der Anteile)	623,6
Unternehmenswert zum 9. Juni 2022 (einschließlich DIG)	8.650,4
Anzahl Aktien (in Mio.)	432,8
Wert je Aktie zum 9. Juni 2022 (in €)	19,99

Quelle: ValueTrust;IVA-Analysen

Tabelle 52: Unternehmenswert und Wert je Aktie der CTP zum 9. Juni 2022 mit Berücksichtigung der Sachkapitalerhöhung

785. Bezogen auf die nach der Sachkapitalerhöhung insgesamt ausstehenden CTP-Aktien (432,8 Mio.) ergibt sich ein Wert je Aktie der CTP vor persönlichen Steuern i.H.v. **19,99 € je Aktie**.
786. Die Bewertungsgutachterin hat ergänzend in einem Sensitivitätsszenario den Ertragswert/DCF-Wert der DIG unter Berücksichtigung einer MRP von 8,0 % und einem unverschuldeten Betafaktor von 0,5 ermittelt. Der so ermittelte Unternehmenswert der DIG vor persönlichen Steuern beträgt zum 9. Juni 2022 unter Berücksichtigung der Sachkapitalerhöhung 7.106,9 Mio. €. Der Unternehmenswert je Aktie der DIG vor persönlichen Steuern beträgt in diesem Sensitivitätsszenario 16,42 € je Aktie.
787. Wir haben die Ermittlung des Ertragswertes/DCF-Wertes anhand eigener Berechnungen nachvollzogen und rechnerisch und sachlich überprüft. Es ergaben sich keine Beanstandungen. Die von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehensweise zur Ermittlung des Ertragswertes/DCF-Wertes erachten wir insgesamt für plausibel und sachgerecht.
788. Sofern man – abweichend vom Vorgehen der Bewertungsgutachterin – jeweils den Wert je Aktie nach persönlichen Ertragsteuern für die CTP zugrunde legen würde, ergäbe sich auf Basis unserer indikativen Ermittlungen ein Unternehmenswert der CTP i.H.v. 8.557,2 Mio. € sowie ein Wert je Aktie von 19,77 €.

VIII. Vergleichende Marktbewertung

789. Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen die sog. Multiplikatormethoden, die nach berufsständischen Grundsätzen für Plausibilisierungszwecke im Rahmen von Unternehmensbewertungen berücksichtigt werden. Dieses kapitalmarktorientierte Bewertungskonzept folgt ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert hier anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt. Die Multiplikatorverfahren basieren dabei 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. Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist (vgl. Kapitel D.V.3). Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann deshalb im Regelfall nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte.
790. Bei den auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise in hohem Maße durch die subjektive Interessenslage der Transaktionspartner bestimmt sind. Sie berücksichtigen bspw. Synergieeffekte und subjektive Erwartungshaltungen. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren für die Plausibilisierung eines objektivierte Unternehmenswerts regelmäßig niedriger. Aus diesem Grund haben wir uns auf die Betrachtung von aus Kapitalmarktdaten abgeleiteten Multiplikatoren beschränkt.
791. Es können generell folgende Multiplikatoren herangezogen werden:
- Kurs-Gewinn-Verhältnis („KGV“),
 - Price/Book Value („P/BV“)
 - Enterprise Value („EV“)/EBIT-Multiplikator (neutralisiert grundsätzlich die Kapitalstruktur),
 - EV/EBITDA-Multiplikator (neutralisiert grundsätzlich die Kapitalstruktur und gleicht unterschiedliche Investitionsphasen aus),
 - EV/Umsatzerlöse-Multiplikator (in der Regel nur aussagefähig bei vergleichbarer Ertragskraft oder zumindest der Aussicht auf eine solche).

792. Das KGV sowie den P/BV-Multiplikator haben wir im Rahmen unserer vergleichenden Marktbewertung nicht in die Analysen mit einbezogen, da dessen Aussagekraft durch den Verschuldungsgrad verzerrt wird. Diese Problematik wird mit der Anwendung von EV-Multiplikatoren tendenziell vermieden.
793. Während bei der Ertragswertmethode die in der Zukunft erwarteten Zahlungsströme explizit in die Berechnung des Unternehmenswertes eingehen, basieren die Multiplikatoren in der Regel jeweils auf einer prognostizierten Umsatz- oder Ertragsgröße eines in der nahen Zukunft liegenden Geschäftsjahres. Die längerfristigen Ertragserwartungen, der charakteristische Ertragsverlauf und das Risiko finden ihren Niederschlag im Multiplikator. Kritische Faktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die prognostizierten Erfolgsfaktoren und die Auswahl der Vergleichsunternehmen zur Ermittlung der Multiplikatoren. Die Bewertungsgutachterin hat auf Grundlage der von ihr identifizierten Peer Group Forward-EV/Umsatz-, Forward-EV/EBITDA- und Forward-EV/EBIT-Multiplikatoren für die Jahre 2020/21 bis 2022/23 sowie einen NAV-Multiplikator für das Geschäftsjahr 2021 abgeleitet und diese auf die äquivalenten Ergebnisgrößen der DIG bzw. CTP übertragen. Bei der Ableitung der vergleichenden Marktwerte für die DIG und der CTP wurde jeweils eine finanzielle Kontrollprämie von +10 % angesetzt. Zudem erfolgte bei der DIG der Ansatz eines Liquiditätsabschlags von -10 %. Für weitere Details verweisen wir auf die gutachtliche Stellungnahme der Bewertungsgutachterin (vgl. gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust vom 22. April 2022, Tz. 471 ff. und Tz. 796 ff.).
794. Die Bewertungsgutachterin kommt in ihrer Analyse zum Ergebnis, dass der auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelte Wert des operativen Geschäfts inkl. Sonderwerte i.H.v. 771 Mio. € für die DIG bzw. 8.650 Mio. € für die CTP (jeweils vor persönlichen Steuern) innerhalb des Bereichs der Bandbreite des auf der Basis von Multiplikatoren abgeleiteten Unternehmenswerts i.H.v. 697 Mio. € bis 886 Mio. € für die DIG bzw. 7.924 Mio. € bis 9.012 Mio. € für die CTP²⁵ liegt (vgl. gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust vom 22. April 2022, Tz. 488 und Tz. 810).
795. Für die Zwecke der vergleichenden Marktbewertung wurden diejenigen Unternehmen herangezogen, die auch im Rahmen der Ableitung des Betafaktors der DIG bzw. CTP verwendet wurden (vgl. Kapitel D.V.3).
796. Wir haben im Rahmen unserer Analysen den EV/Umsatzerlöse-, EV/EBITDA-, und EV/EBIT-Multiplikator zugrunde gelegt. Der Unternehmensgesamtwerk (Enterprise Value, kurz: „EV“) der Vergleichsunternehmen wurde aus der Marktkapitalisierung zuzüglich der

²⁵ Vor Berücksichtigung des DIG-Anteils.

Nettofinanzverbindlichkeiten abgeleitet. In die Ermittlung der Nettoverbindlichkeiten sind das zinstragende Fremdkapital (Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, Verbindlichkeiten aus Leasingverträgen sowie Pensionsrückstellungen saldiert mit Pensionsvermögenswerten) saldiert mit den Guthaben bei Kreditinstituten und kurzfristig gehaltenen Wertpapieren eingegangen. Abweichend zu unserem Vorgehen hat die Bewertungsgutachterin den EV der Vergleichsunternehmen unter Berücksichtigung der Finanzverbindlichkeiten ohne Saldierung der liquiden Mittel vorgenommen. Dies führt zu Abweichungen der von Bewertungsgutachterin ermittelten Multiplikatoren im Vergleich zu den von uns ermittelten Multiplikatoren. Es handelt sich dabei nicht um Abweichungen die zu wesentlichen Auswirkungen der Ergebnisse der vergleichenden Marktbewertung führen.

797. Wir haben sowohl historische Multiplikatoren als auch Forward-Multiplikatoren ermittelt. Die historischen Multiplikatoren haben wir unter Zugrundelegung der Bezugsgrößen (Umsatzerlöse, EBITDA und EBIT) im jeweiligen Geschäftsjahr ermittelt. Als Grundlage für die Ableitung der Forward-Multiplikatoren haben wir auf die durchschnittlichen Schätzungen der Umsatzerlöse, der EBITDA und der EBIT des Finanzdienstleisters S&P Capital IQ (Consensus Estimates) zurückgegriffen, soweit diese für das jeweilige Vergleichsunternehmen und für das betrachtete Schätzjahr verfügbar sind. Für einige Unternehmen aus der von uns ausgewählten Peer Group sind die Schätzungen der Umsatzerlöse sowie von EBITDA und EBIT nur eingeschränkt verwendbar. Dies resultiert daraus, dass sowohl die Anzahl als auch die Aktualität der Analystenschätzungen für die einzelnen Peer Group-Unternehmen stark variiert.
798. Der Marktwert des Eigenkapitals der DIG bzw. der CTP wurde ausgehend von dem Marktwert des Unternehmens unter Berücksichtigung der Nettofinanzverbindlichkeiten und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens abgeleitet. Die Nettofinanzverbindlichkeiten wurden der Bilanz der DIG zum 30. September 2021 bzw. der Konzernbilanz der CTP zum 31. Dezember 2021 entnommen und bestehen aus dem verzinslichen Fremdkapital zuzüglich Pensionsrückstellungen sowie abzüglich der liquiden Mittel der Gesellschaft.
799. Wir haben auf den Ansatz einer finanziellen Kontrollprämie und einen Liquiditätsabschlag verzichtet, weil wir einen gegenseitig kompensierenden Einfluss unterstellen und unsere vergleichende Marktbewertung lediglich der Plausibilitätskontrolle der angebotenen Barabfindung und eines angemessenen Umtauschverhältnisses dient.
800. Der EV/Umsatzerlöse-Multiplikator wurde auf Grundlage der Umsatzerlöse, die aus der Vermietung von Flächen erzielt werden, ermittelt. Aufgrund des Geschäftsmodells der DIG bzw. CTP sowie ihrer Peer Group-Unternehmen erachten wir eine solche Abgrenzung als sachgerecht.

1. Vergleichende Marktbewertung der DIG

801. Die EV/Umsatzerlöse-Multiplikatoren der Peer Group-Unternehmen stellen sich im Einzelnen wie folgt dar:

Deutsche Industrie Grundbesitz AG		EV/Umsatzerlöse			
Multiplikatoren	Historical FY2021	Forward FY2022	Forward FY2023	Forward FY2024	
Argan S.A.	28,2x	26,8x	24,8x	23,4x	
Catena AB	24,6x	22,9x	21,3x	19,3x	
Montea NV	29,6x	29,3x	26,4x	24,3x	
Stendörren Fastigheter AB	20,1x	17,4x	15,6x	14,7x	
Sirius Real Estate Limited	13,0x	18,9x	14,0x	13,1x	
VIB Vermögen AG	n.a.	15,5x	14,6x	13,5x	
abrdn European Logistics Income plc	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Tritax EuroBox plc	27,1x	18,5x	15,0x	14,2x	
Minimum	13,0x	15,5x	14,0x	13,1x	
Mittelwert	23,7x	21,3x	18,8x	17,5x	
Median	25,8x	18,9x	15,6x	14,7x	
Maximum	29,6x	29,3x	26,4x	24,3x	

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 53: DIG: EV/Umsatzerlöse-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen

802. Für die EV/Umsatz-Multiplikatoren ergibt sich im Zeitraum von 2021 bis 2024 eine Bandbreite von 13,0x bis 29,6x. Die Bandbreite, die sich aus dem Peer Group-Median bzw. dem Peer Group-Mittelwert ergibt, beläuft sich auf 14,7x bis 25,8x.

803. Folgende Tabelle zeigt die sich auf dieser Basis der EV/Umsatzerlöse-Multiplikatoren für die DIG ergebenden Marktwerte:

Marktwert anhand von Multiplikatoren	auf Basis EV/Umsatz- erlöse	auf Basis EV/Umsatz- erlöse	auf Basis EV/Umsatz- erlöse	auf Basis EV/Umsatz- erlöse
	Multiplikatoren	Multiplikatoren	Multiplikatoren	Multiplikatoren
	Historical	Forward	Forward	Forward
	2021	2022	2023	2024
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Bezugsgröße des Bewertungsobjektes	51,0	65,5	78,5	93,9
Multiplikator (Minimum)	13,0x	15,5x	14,0x	13,1x
Multiplikator (arithm. Mittelwert)	23,7x	21,3x	18,8x	17,5x
Multiplikator (Median)	25,8x	18,9x	15,6x	14,7x
Multiplikator (Maximum)	29,6x	29,3x	26,4x	24,3x
Marktwert Gesamtkapital - (Minimum)	662,4	1.015,9	1.100,1	1.226,1
Marktwert Gesamtkapital - (arithm. Mittelwert)	1.210,3	1.396,7	1.475,7	1.641,7
Marktwert Gesamtkapital - (Median)	1.316,4	1.235,7	1.220,9	1.382,1
Marktwert Gesamtkapital - (Maximum)	1.508,8	1.917,1	2.071,4	2.284,6
- Verzinssliches Fremdkapital	405,9	405,9	405,9	405,9
- Leasingverbindlichkeiten	25,6	25,6	25,6	25,6
Nettofinanzverbindlichkeiten zum 30.09.2021	431,2	431,2	431,2	431,2
Marktwert Eigenkapital - (Minimum)	231,2	584,7	669,0	794,9
Marktwert Eigenkapital - (arithm. Mittelwert)	779,1	965,5	1.044,5	1.210,5
Marktwert Eigenkapital - (Median)	885,2	804,5	789,7	950,9
Marktwert Eigenkapital - (Maximum)	1.077,6	1.485,9	1.640,2	1.853,4
Wert je Aktie in € - (Minimum)	7,21	18,23	20,85	24,78
Wert je Aktie in € - (arithm. Mittelwert)	24,29	30,10	32,56	37,73
Wert je Aktie in € - (Median)	27,59	25,08	24,62	29,64
Wert je Aktie in € - (Maximum)	33,59	46,32	51,13	57,77

Quelle: S&P Capital IQ, IVA-Analysen

Tabelle 54: Marktwert des Eigenkapitals der DIG anhand von EV/Umsatz-Multiplikatoren

804. Auf Basis der arithmetischen Mittelwerte bzw. Mediane der EV/Umsatz-Multiplikatoren ergibt sich eine Bandbreite an Unternehmenswerten (Marktwert des Eigenkapitals) der DIG von 779,1 Mio. bis 1.210,5 Mio. € bzw. 24,29 € bis 37,73 € je Aktie.

805. Die folgende Tabelle stellt die Bandbreite der EV/EBITDA-Multiplikatoren sowie den Median der Peer Group dar:

Multiplikatoren	EV/EBITDA			
	Historical	Forward	Forward	Forward
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
Deutsche Industrie Grundbesitz AG				
Argan S.A.	30,0x	28,7x	26,6x	25,0x
Catena AB	32,1x	29,5x	28,3x	26,8x
Montea NV	32,7x	30,8x	28,4x	25,7x
Stendörren Fastigheter AB	32,3x	28,3x	24,0x	n.a.
Sirius Real Estate Limited	29,5x	n.a.	n.a.	17,8x
VIB Vermögen AG	n.a.	19,9x	18,7x	17,5x
abrdn European Logistics Income plc	n.a.	22,3x	18,3x	16,3x
Tritax EuroBox plc	n.a.	24,7x	18,7x	16,7x
Minimum	29,5x	19,9x	18,3x	16,3x
Mittelwert	31,3x	26,3x	23,3x	20,8x
Median	32,1x	28,3x	24,0x	17,8x
Maximum	32,7x	30,8x	28,4x	26,8x

Quelle: S&P Capital IQ, IVA-Analysen

Tabelle 55: DIG: EV/EBITDA-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen

806. Für die EV/EBITDA-Multiplikatoren ergibt sich im Zeitraum von 2021 bis 2024 eine Bandbreite von 16,3x bis 32,7x. Die Bandbreite, die sich aus dem Peer Group-Median bzw. dem Peer Group-Mittelwert ergibt, beläuft sich auf 17,8x bis 32,1x.

807. Folgende Tabelle zeigt die sich auf dieser Basis der EV/EBITDA-Multiplikatoren für die DIG ergebenden Marktwerte:

Marktwert anhand von Multiplikatoren	auf Basis EV/EBITDA- Multiplikatoren	auf Basis EV/EBITDA- Multiplikatoren	auf Basis EV/EBITDA- Multiplikatoren	auf Basis EV/EBITDA- Multiplikatoren
	Historical	Forward	Forward	Forward
	2021	2022	2023	2024
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Bezugsgröße des Bewertungsobjektes	36,1	42,4	54,4	64,3
Multiplikator (Minimum)	29,5x	19,9x	18,3x	16,3x
Multiplikator (arithm. Mittelwert)	31,3x	26,3x	23,3x	20,8x
Multiplikator (Median)	32,1x	28,3x	24,0x	17,8x
Multiplikator (Maximum)	32,7x	30,8x	28,4x	26,8x
Marktwert Gesamtkapital - (Minimum)	1.064,1	842,6	993,8	1.048,5
Marktwert Gesamtkapital - (arithm. Mittelwert)	1.129,6	1.115,8	1.266,1	1.340,5
Marktwert Gesamtkapital - (Median)	1.157,6	1.201,1	1.306,8	1.146,9
Marktwert Gesamtkapital - (Maximum)	1.179,2	1.307,1	1.546,8	1.724,1
- Verzinsliches Fremdkapital	405,9	405,9	405,9	405,9
- Leasingverbindlichkeiten	25,6	25,6	25,6	25,6
Nettofinanzverbindlichkeiten zum 30.09.2021	431,2	431,2	431,2	431,2
Marktwert Eigenkapital - (Minimum)	632,9	411,4	562,6	617,3
Marktwert Eigenkapital - (arithm. Mittelwert)	698,4	684,6	834,9	909,3
Marktwert Eigenkapital - (Median)	726,4	769,9	875,6	715,7
Marktwert Eigenkapital - (Maximum)	748,0	875,9	1.115,6	1.292,9
Wert je Aktie in € - (Minimum)	19,73	12,82	17,54	19,24
Wert je Aktie in € - (arithm. Mittelwert)	21,77	21,34	26,03	28,35
Wert je Aktie in € - (Median)	22,64	24,00	27,29	22,31
Wert je Aktie in € - (Maximum)	23,32	27,30	34,78	40,30

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 56: Marktwert des Eigenkapitals der DIG anhand von EV/EBITDA-Multiplikatoren

808. Auf Basis der arithmetischen Mittelwerte bzw. Mediane der EV/EBITDA-Multiplikatoren ergibt sich eine Bandbreite an Unternehmenswerten (Marktwert des Eigenkapitals) der DIG von 684,6 Mio. bis 909,3 Mio. € bzw. 21,34 € bis 28,35 € je Aktie.

809. Die folgende Tabelle stellt die Bandbreite der EV/EBIT-Multiplikatoren sowie den Median der Peer Group dar:

Deutsche Industrie Grundbesitz AG Multiplikatoren	EV/EBIT			
	Historical FY2021	Forward FY2022	Forward FY2023	Forward FY2024
Argan S.A.	30,0x	11,2x	14,1x	17,0x
Calena AB	32,1x	30,2x	28,7x	n.a.
Montea NV	32,8x	31,3x	28,0x	26,7x
Stendörren Fastigheter AB	32,6x	27,6x	24,2x	21,9x
Sirius Real Estate Limited	30,0x	26,6x	20,2x	18,1x
VIB Vermögen AG	n.a.	19,9x	18,6x	17,3x
abrdn European Logistics Income plc	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tritax EuroBox plc	n.a.	24,2x	17,7x	15,2x
Minimum	30,0x	11,2x	14,1x	15,2x
Mittelwert	31,5x	24,4x	21,7x	19,4x
Median	32,1x	26,6x	20,2x	17,7x
Maximum	32,8x	31,3x	28,7x	26,7x

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 57: DIG: EV/EBIT-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen

810. Für die EV/EBIT-Multiplikatoren ergibt sich im Zeitraum von 2021 bis 2024 eine Bandbreite von 11,2x bis 32,8x. Die Bandbreite, die sich aus dem Peer Group-Median bzw. dem Peer Group-Mittelwert ergibt, beläuft sich auf 17,7x bis 32,1x.

811. Folgende Tabelle zeigt die sich auf dieser Basis der EV/EBIT-Multiplikatoren für die DIG ergebenden Marktwerte:

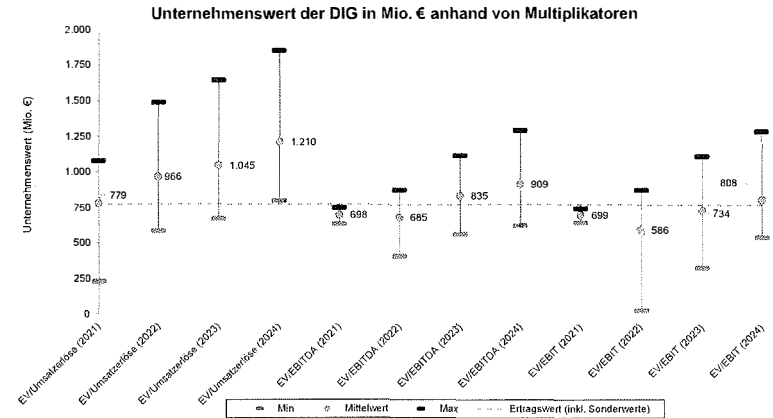
Marktwert anhand von Multiplikatoren	auf Basis EV/EBIT- Multiplikatoren	auf Basis EV/EBIT- Multiplikatoren	auf Basis EV/EBIT- Multiplikatoren	auf Basis EV/EBIT- Multiplikatoren
	Historical	Forward	Forward	Forward
	2021 Mio. €	2022 Mio. €	2023 Mio. €	2024 Mio. €
Bezugsgröße des Bewertungsobjektes	35,9	41,6	53,8	64,0
Multiplikator (Minimum)	30,0x	11,2x	14,1x	15,2x
Multiplikator (arithm. Mittelwert)	31,5x	24,4x	21,7x	19,4x
Multiplikator (Median)	32,1x	26,6x	20,2x	17,7x
Multiplikator (Maximum)	32,8x	31,3x	28,7x	26,7x
Marktwert Gesamtkapital - (Minimum)	1.075,4	464,3	759,5	974,5
Marktwert Gesamtkapital - (arithm. Mittelwert)	1.130,1	1.017,4	1.165,5	1.239,5
Marktwert Gesamtkapital - (Median)	1.152,3	1.109,5	1.089,9	1.132,4
Marktwert Gesamtkapital - (Maximum)	1.176,8	1.304,1	1.542,7	1.710,0
- Verzinsliches Fremdkapital	405,9	405,9	405,9	405,9
- Leasingverbindlichkeiten	25,6	25,6	25,6	25,6
Nettofinanzverbindlichkeiten zum 30.09.2021	431,2	431,2	431,2	431,2
Marktwert Eigenkapital - (Minimum)	644,2	33,1	328,3	543,3
Marktwert Eigenkapital - (arithm. Mittelwert)	698,9	586,2	734,3	808,3
Marktwert Eigenkapital - (Median)	721,1	678,3	658,7	701,2
Marktwert Eigenkapital - (Maximum)	745,6	873,0	1.111,5	1.278,8
Wert je Aktie in € - (Minimum)	20,08	1,03	10,23	16,94
Wert je Aktie in € - (arithm. Mittelwert)	21,79	18,27	22,89	25,20
Wert je Aktie in € - (Median)	22,48	21,14	20,53	21,86
Wert je Aktie in € - (Maximum)	23,24	27,21	34,65	39,86

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 58: Marktwert des Eigenkapitals der DIG anhand von EV/EBIT-Multiplikatoren

812. Auf Basis der arithmetischen Mittelwerte bzw. Mediane der EV/EBIT-Multiplikatoren ergibt sich eine Bandbreite an Unternehmenswerten (Marktwert des Eigenkapitals) der DIG von 586,2 Mio. bis 808,3 Mio. € bzw. 18,27 € bis 25,20 € je Aktie.

813. Folgende Abbildung stellt die Ergebnisse der Multiplikatorbewertung im Vergleich zu dem von der Bewertungsgutachterin ermittelten Unternehmenswert der DIG dar.



Quelle: ValueTrust; IVA-Analysen

Abbildung 30: Unternehmenswert der DIG in Mio. € anhand von Multiplikatoren-Bandbreiten sowie auf Basis der Ertragsbewertung durch Value Trust

814. Die Abbildung zeigt, dass der von der Bewertungsgutachterin anhand des Ertragswertverfahrens ermittelte Unternehmenswert der DIG in dem Vergangenheitsjahr 2021 sowie den Planungs Jahren 2022 bis 2024 mehrheitlich innerhalb der Multiplikator-Bandbreiten liegt und auch vor diesem Hintergrund plausibel ist.

2. Vergleichende Marktbewertung der CTP

815. Die EV/Umsatzerlöse-Multiplikatoren der Peer Group-Unternehmen stellen sich im Einzelnen wie folgt dar:

CTP N.V. Multiplikatoren	EV/Umsatzerlöse			
	Historical FY2021	Forward FY2022	Forward FY2023	Forward FY2024
SEGRO Plc	36,7x	35,3x	30,7x	25,7x
Catena AB	24,6x	22,9x	21,3x	19,3x
Montea NV	29,6x	29,3x	26,4x	24,3x
Warehouses De Pauw SA	37,1x	31,5x	28,5x	26,9x
Warehouse REIT plc	27,5x	21,3x	18,6x	16,7x
Tritax Big Box REIT plc	31,8x	28,7x	25,8x	23,2x
Minimum	24,6x	21,3x	18,6x	16,7x
Mittelwert	31,2x	28,2x	25,2x	22,7x
Median	30,7x	29,0x	26,1x	23,8x
Maximum	37,1x	35,3x	30,7x	26,9x

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 59: CTP: EV/Umsatzerlöse-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen

816. Für die EV/Umsatz-Multiplikatoren ergibt sich im Zeitraum von 2021 bis 2024 eine Bandbreite von 16,7x bis 37,1x. Die Bandbreite, die sich aus dem Peer Group-Median bzw. dem Peer Group-Mittelwert ergibt, beläuft sich auf 22,7x bis 31,2x.
817. Folgende Tabelle zeigt die sich auf dieser Basis der EV/Umsatzerlöse-Multiplikatoren für die CTP ergebenden Marktwerte:

Marktwert anhand von Multiplikatoren	auf Basis EV/Umsatz- erlöse	auf Basis EV/Umsatz- erlöse	auf Basis EV/Umsatz- erlöse	auf Basis EV/Umsatz- erlöse
	Multiplikatoren Historical	Multiplikatoren Forward	Multiplikatoren Forward	Multiplikatoren Forward
	2021	2022	2023	2024
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Bezugsgröße des Bewertungsobjektes	407,4	562,5	758,3	970,7
Multiplikator (Minimum)	24,6x	21,3x	18,6x	16,7x
Multiplikator (arithm. Mittelwert)	31,2x	28,2x	25,2x	22,7x
Multiplikator (Median)	30,7x	29,0x	26,1x	23,8x
Multiplikator (Maximum)	37,1x	35,3x	30,7x	26,9x
Marktwert Gesamtkapital - (Minimum)	10.021,1	11.955,3	14.100,7	16.182,5
Marktwert Gesamtkapital - (arithm. Mittelwert)	12.723,2	15.841,0	19.119,0	22.016,5
Marktwert Gesamtkapital - (Median)	12.510,4	16.309,3	19.786,5	23.089,0
Marktwert Gesamtkapital - (Maximum)	15.128,2	19.853,6	23.281,1	26.078,8
- Verzinsliches Fremdkapital	4.513,0	4.513,0	4.513,0	4.513,0
+ Liquide Mittel	892,8	892,8	892,8	892,8
Nettofinanzverbindlichkeiten zum 31.12.2021	3.620,2	3.620,2	3.620,2	3.620,2
Sonderwerte	1,2	1,2	1,2	1,2
Stand alone				
Marktwert Eigenkapital - (Minimum)	6.402,1	8.336,3	10.481,7	12.563,5
Marktwert Eigenkapital - (arithm. Mittelwert)	9.104,2	12.222,0	15.500,0	18.397,5
Marktwert Eigenkapital - (Median)	8.891,4	12.690,3	16.167,5	19.470,1
Marktwert Eigenkapital - (Maximum)	11.509,2	16.234,6	19.662,1	22.459,8
Wert je Aktie in € - (Minimum)	15,99	20,82	26,18	31,38
Wert je Aktie in € - (arithm. Mittelwert)	22,74	30,53	38,71	45,95
Wert je Aktie in € - (Median)	22,21	31,69	40,38	48,63
Wert je Aktie in € - (Maximum)	28,74	40,55	49,11	56,09
Inkl. DIG-Anteil				
Anteilige Marktkapitalisierung DIG - 80,9 %	444,0	444,0	444,0	444,0
Marktwert Eigenkapital - (Minimum)	6.846,2	8.780,4	10.925,8	13.007,6
Marktwert Eigenkapital - (arithm. Mittelwert)	9.548,2	12.666,0	15.944,0	18.841,6
Marktwert Eigenkapital - (Median)	9.335,4	13.134,3	16.611,6	19.914,1
Marktwert Eigenkapital - (Maximum)	11.953,2	16.678,6	20.106,1	22.903,9
Wert je Aktie in € - (Minimum)	15,82	20,29	25,24	30,05
Wert je Aktie in € - (arithm. Mittelwert)	22,06	29,26	36,84	43,53
Wert je Aktie in € - (Median)	21,57	30,35	38,38	46,01
Wert je Aktie in € - (Maximum)	27,62	38,54	46,45	52,92

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 60: Marktwert des Eigenkapitals der CTP anhand von EV/Umsatz-Multiplikatoren

818. Auf Basis der arithmetischen Mittelwerte bzw. Mediane der EV/Umsatz-Multiplikatoren ergibt sich eine Bandbreite an Unternehmenswerten (Marktwert des Eigenkapitals) der CTP auf Stand alone-Basis, d.h. ohne Berücksichtigung des DIG-Anteils, von 8.891,4 Mio. bis 19.470,1 Mio. € bzw. 22,21 € bis 48,63 € je Aktie.

819. In einem nächsten Schritt haben wir die Beteiligung der CTP i.H.v. 80,9 % an der DIG auf Basis des dreimonatigen volumengewichteten Börsenkurses von 17,12 € je Aktie i.H.v. 444,0 Mio. € nach der Ausgabe von 32.421.325 Stückaktien in einer Gesamtbetrachtung berücksichtigt. Danach ergibt sich eine Bandbreite an Unternehmenswerten, die im Mittelwert bzw. Median zwischen 9.335,4 Mio. € bis 19.914,1 Mio. € bzw. 21,57 € bis 46,01 € je Aktie liegen. Die relativ große Bandbreite an Unternehmenswerten ist insb. durch das hohe Umsatzwachstum der CTP in den Jahren 2023 und 2024 bestimmt.

820. Die EV/EBITDA-Multiplikatoren der Peer Group-Unternehmen stellen sich im Einzelnen wie folgt dar:

CTP N.V.	EV/EBITDA			
Multiplikatoren	Historical FY2021	Forward FY2022	Forward FY2023	Forward FY2024
SEGRO Plc	n.a.	n.a.	37,1x	34,8x
Calena AB	32,1x	29,5x	28,3x	26,8x
Montea NV	32,7x	30,8x	28,4x	25,7x
Warehouses De Pauw SA	35,1x	33,9x	30,7x	27,8x
Warehouse REIT plc	39,4x	28,9x	24,5x	22,0x
Trifax Big Box REIT plc	33,0x	32,2x	28,5x	25,6x
Minimum	32,1x	28,9x	24,5x	22,0x
Mittelwert	34,5x	31,1x	29,6x	27,1x
Median	33,0x	30,8x	28,5x	26,3x
Maximum	39,4x	33,9x	37,1x	34,8x

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 61: CTP: EV/EBITDA-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen

821. Für die EV/EBITDA-Multiplikatoren ergibt sich im Zeitraum von 2021 bis 2024 eine Bandbreite von 22,0x bis 39,4x. Die Bandbreite, die sich aus dem Peer Group-Median bzw. dem Peer Group-Mittelwert ergibt, beläuft sich auf 26,3x bis 34,5x.

822. Folgende Tabelle zeigt die sich auf dieser Basis der EV/EBITDA-Multiplikatoren für die CTP ergebenden Marktwerte:

Marktwert anhand von Multiplikatoren	auf Basis EV/EBITDA- Multiplikatoren	auf Basis EV/EBITDA- Multiplikatoren	auf Basis EV/EBITDA- Multiplikatoren	auf Basis EV/EBITDA- Multiplikatoren
	Historical 2021	Forward 2022	Forward 2023	Forward 2024
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Bezugsgröße des Bewertungsobjektes	283,7	401,0	560,8	743,6
Multiplikator (Minimum)	32,1x	28,9x	24,5x	22,0x
Multiplikator (arithm. Mittelwert)	34,5x	31,1x	29,6x	27,1x
Multiplikator (Median)	33,0x	30,8x	28,5x	26,3x
Multiplikator (Maximum)	39,4x	33,9x	37,1x	34,8x
Marktwert Gesamtkapital - (Minimum)	9.097,4	11.573,5	13.728,7	16.339,5
Marktwert Gesamtkapital - (arithm. Mittelwert)	9.775,8	12.451,6	16.589,2	20.169,8
Marktwert Gesamtkapital - (Median)	9.366,2	12.368,8	15.968,8	19.535,7
Marktwert Gesamtkapital - (Maximum)	11.189,0	13.576,3	20.831,4	25.892,5
- Verzinsliches Fremdkapital	4.513,0	4.513,0	4.513,0	4.513,0
+ Liquide Mittel	892,8	892,8	892,8	892,8
Nettofinanzverbindlichkeiten zum 31.12.2021	3.620,2	3.620,2	3.620,2	3.620,2
Sonderwerte	1,2	1,2	1,2	1,2
Stand alone				
Marktwert Eigenkapital - (Minimum)	5.478,4	7.954,5	10.109,7	12.720,5
Marktwert Eigenkapital - (arithm. Mittelwert)	6.156,9	8.832,7	12.970,2	16.550,8
Marktwert Eigenkapital - (Median)	5.747,3	8.749,9	12.349,8	15.916,7
Marktwert Eigenkapital - (Maximum)	7.570,0	9.957,4	17.212,5	22.273,5
Wert je Aktie in € - (Minimum)	13,68	19,87	25,25	31,77
Wert je Aktie in € - (arithm. Mittelwert)	15,38	22,06	32,39	41,34
Wert je Aktie in € - (Median)	14,35	21,85	30,84	39,75
Wert je Aktie in € - (Maximum)	18,91	24,87	42,99	55,63
Inkl. DIG-Anteil				
Anteilige Marktkapitalisierung DIG - 80,9 %	444,0	444,0	444,0	444,0
Marktwert Eigenkapital - (Minimum)	5.922,4	8.398,6	10.553,8	13.164,5
Marktwert Eigenkapital - (arithm. Mittelwert)	6.600,9	9.276,7	13.414,2	16.994,9
Marktwert Eigenkapital - (Median)	6.191,3	9.193,9	12.793,8	16.360,7
Marktwert Eigenkapital - (Maximum)	8.014,1	10.401,4	17.656,5	22.717,6
Wert je Aktie in € - (Minimum)	13,68	19,40	24,38	30,42
Wert je Aktie in € - (arithm. Mittelwert)	15,25	21,43	30,99	39,27
Wert je Aktie in € - (Median)	14,30	21,24	29,56	37,80
Wert je Aktie in € - (Maximum)	18,52	24,03	40,79	52,49

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 62: Marktwert des Eigenkapitals der CTP anhand von EV/EBITDA-Multiplikatoren

823. Auf Basis der arithmetischen Mittelwerte bzw. Mediane der EV/EBITDA-Multiplikatoren ergibt sich eine Bandbreite an Unternehmenswerten (Marktwert des Eigenkapitals) der CTP auf Stand alone-Basis von 5.747,3 Mio. € bis 16.550,8 Mio. € bzw. 14,35 € bis 41,34 € je Aktie.

824. Nach der Berücksichtigung der DIG-Beteiligung ergibt sich eine Bandbreite an Unternehmenswerten die im Mittelwert bzw. Median zwischen 6.191,3 Mio. € bis 16.994,9 Mio. € bzw. 14,30 € bis 39,27 € je Aktie liegen.

825. Die relativ große Bandbreite an Unternehmenswerten ist insb. bedingt durch das starke EBITDA-Wachstum der CTP in den Jahren 2023 und 2024.

826. Die EV/EBIT-Multiplikatoren der Peer Group-Unternehmen stellen sich im Einzelnen wie folgt dar:

CTP N.V.	EV/EBIT			
Multiplikatoren	Historical FY2021	Forward FY2022	Forward FY2023	Forward FY2024
SEGRO Plc	n.a.	n.a.	35,5x	34,2x
Catena AB	32,1x	30,2x	28,7x	n.a.
Montea NV	32,8x	31,3x	28,0x	26,7x
Warehouses De Pauw SA	35,5x	33,7x	30,2x	27,6x
Warehouse REIT plc	39,7x	29,4x	24,9x	22,5x
Triitax Big Box REIT plc	34,0x	32,4x	28,8x	26,7x
Minimum	32,1x	29,4x	24,9x	22,5x
Mittelwert	34,8x	31,4x	29,3x	27,5x
Median	34,0x	31,3x	28,7x	26,7x
Maximum	39,7x	33,7x	35,5x	34,2x

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 63: CTP: EV/EBIT-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen

827. Für die EV/EBIT-Multiplikatoren ergibt sich im Zeitraum von 2021 bis 2024 eine Bandbreite von 22,5x bis 39,7x. Die Bandbreite, die sich aus dem Peer Group-Median bzw. dem Peer Group-Mittelwert ergibt, beläuft sich auf 26,7x bis 34,8x.

828. Folgende Tabelle zeigt die sich auf dieser Basis der EV/EBIT-Multiplikatoren für die CTP ergebenden Marktwerte:

Marktwert anhand von Multiplikatoren	auf Basis EV/EBIT- Multiplikatoren	auf Basis EV/EBIT- Multiplikatoren	auf Basis EV/EBIT- Multiplikatoren	auf Basis EV/EBIT- Multiplikatoren
	Historical 2021	Forward 2022	Forward 2023	Forward 2024
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Bezugsgröße des Bewertungsobjektes	275,3	391,6	548,9	728,2
Multiplikator (Minimum)	32,1x	29,4x	24,9x	22,5x
Multiplikator (arithm. Mittelwert)	34,8x	31,4x	29,3x	27,5x
Multiplikator (Median)	34,0x	31,3x	28,7x	26,7x
Multiplikator (Maximum)	39,7x	33,7x	35,5x	34,2x
Marktwert Gesamtkapital - (Minimum)	8.843,4	11.506,3	13.645,5	16.420,7
Marktwert Gesamtkapital - (arithm. Mittelwert)	9.587,7	12.295,7	16.102,8	20.062,5
Marktwert Gesamtkapital - (Median)	9.371,7	12.266,7	15.764,2	19.477,9
Marktwert Gesamtkapital - (Maximum)	10.914,5	13.191,5	19.498,5	24.877,8
- Verzinliches Fremdkapital	4.513,0	4.513,0	4.513,0	4.513,0
+ Liquide Mittel	892,8	892,8	892,8	892,8
Nettofinanzverbindlichkeiten zum 31.12.2021	3.620,2	3.620,2	3.620,2	3.620,2
Sonderwerte	1,2	1,2	1,2	1,2
Stand alone				
Marktwert Eigenkapital - (Minimum)	5.224,4	7.887,4	10.026,5	12.801,7
Marktwert Eigenkapital - (arithm. Mittelwert)	5.968,7	8.676,7	12.483,8	16.443,5
Marktwert Eigenkapital - (Median)	5.752,7	8.647,7	12.145,2	15.858,9
Marktwert Eigenkapital - (Maximum)	7.295,5	9.572,5	15.879,6	21.258,8
Wert je Aktie in € - (Minimum)	13,05	19,70	25,04	31,97
Wert je Aktie in € - (arithm. Mittelwert)	14,91	21,67	31,18	41,07
Wert je Aktie in € - (Median)	14,37	21,60	30,33	39,61
Wert je Aktie in € - (Maximum)	18,22	23,91	39,66	53,09
Inkl. DIG-Anteil				
Anteilige Marktkapitalisierung DIG - 80,9 %	444,0	444,0	444,0	444,0
Marktwert Eigenkapital - (Minimum)	5.668,4	8.331,4	10.470,6	13.245,8
Marktwert Eigenkapital - (arithm. Mittelwert)	6.412,8	9.120,7	12.927,8	16.887,5
Marktwert Eigenkapital - (Median)	6.196,7	9.091,7	12.589,3	16.302,9
Marktwert Eigenkapital - (Maximum)	7.739,6	10.016,6	16.323,6	21.702,8
Wert je Aktie in € - (Minimum)	13,10	19,25	24,19	30,60
Wert je Aktie in € - (arithm. Mittelwert)	14,82	21,07	29,87	39,02
Wert je Aktie in € - (Median)	14,32	21,01	29,09	37,67
Wert je Aktie in € - (Maximum)	17,88	23,14	37,72	50,14

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

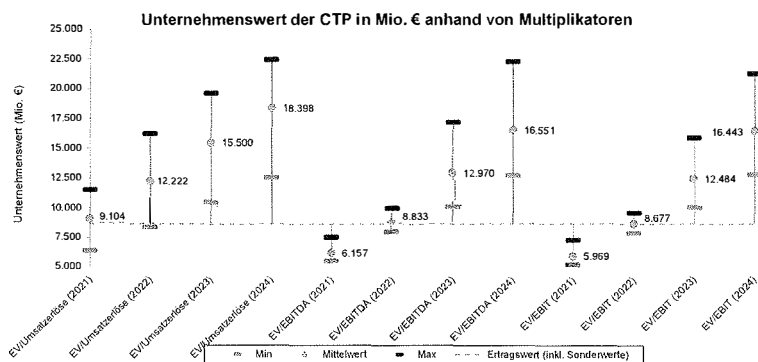
Tabelle 64: Marktwert des Eigenkapitals der CTP anhand von EV/EBIT-Multiplikatoren

829. Auf Basis der arithmetischen Mittelwerte bzw. Mediane der EV/EBIT-Multiplikatoren ergibt sich eine Bandbreite an Unternehmenswerten (Marktwert des Eigenkapitals) der CTP auf Stand alone-Basis von 5.752,7 Mio. € bis 16.443,5 Mio. € bzw. 14,37 € bis 41,07 € je Aktie.

830. Nach der Berücksichtigung der DIG-Beteiligung ergibt sich eine Bandbreite an Unternehmenswerten die im Mittelwert bzw. Median zwischen 6.196,7 Mio. € bis 16.887,5 Mio. € bzw. 14,32 € bis 39,02 € je Aktie liegen.

831. Die relativ große Bandbreite an Unternehmenswerten ist insb. bedingt durch das starke EBIT-Wachstum der CTP in den Jahren 2023 und 2024.

832. Folgende Abbildung stellt die Ergebnisse der Multiplikatorbewertung auf Stand alone-Basis im Vergleich zu dem von der Bewertungsgutachterin ermittelten Unternehmenswert der CTP dar.



Quelle: ValueTrust; IVA-Analysen

Abbildung 31: Unternehmenswert der CTP in Mio. € anhand von Multiplikatoren-Bandbreiten sowie auf Basis der Ertragsbewertung durch ValueTrust

833. Die Abbildung zeigt, dass der von der Bewertungsgutachterin anhand des Ertragswertverfahrens ermittelte Unternehmenswert der CTP, zuzüglich der Sonderwerte, in dem Vergangenheitsjahr 2021 sowie im Planungsjahr 2022 innerhalb der Multiplikator-Bandbreiten liegt und auch vor diesem Hintergrund plausibel ist. Für die Planjahre 2023 und 2024 liegt der von der Bewertungsgutachterin ermittelte Unternehmenswert der CTP unterhalb der Wertbandbreiten. Dies ist im Wesentlichen auf die hohen Wachstumsraten der Umsatzerlöse, des EBITDA sowie des EBIT der CTP in den jeweiligen Planjahren zurückzuführen. Vor diesem Hintergrund erachten wir die vergleichende Marktbewertung auf Basis der Jahre 2023 und 2024 für nur eingeschränkt aussagefähig.

IX. Analyse der Börsenkurse

1. Vorbemerkungen

834. Am 26. Oktober 2021 hat der Vorstand der CTP ein freiwilliges öffentliches Übernahme- und Delisting-Angebot nach dem deutschen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) zum Erwerb sämtlicher Aktien der DIG veröffentlicht. Gleichzeitig hat die CTP angekündigt, die DIG nach Abschluss des Übernahmeangebots grenzüberschreitend auf die CTP zu verschmelzen (sog. Up-Stream Merger, vgl. S. 51 des freiwilligen öffentlichen Übernahme- und Delisting-Angebot). In diesem Zusammenhang haben die DIG und CTP eine Grundsatzvereinbarung über den Zusammenschluss beider Unternehmen vereinbart (Business Combination Agreement relating to the voluntary public takeover offer by CTP N.V. for all outstanding shares in Deutsche Industrie REIT-AG vom 26. Oktober 2021).

835. Im Verschmelzungsplan vom 22. April 2022 ist geregelt, dass die DIG als übertragende Gesellschaft jedem ihrer Aktionäre, der in der Hauptversammlung gegen den Verschmelzungsbeschluss der DIG Widerspruch zur Niederschrift erklärt, ein Angebot auf den Erwerb seiner Aktien gegen eine angemessene Barabfindung macht. Die Höhe der Barabfindung je Aktie beträgt 24,29 €. Der Verschmelzungsplan legt weiterhin fest, dass mit Wirksamwerden der Verschmelzung für jede ausgegebene und im Umlauf befindliche DIG-Aktie (mit Ausnahme von DIG-Aktien, die von DIG als eigene Aktien oder von CTP gehalten werden) 1,25 neu ausgegebene CTP-Aktien gewährt werden. Die Aktionäre der DIG erhalten als Gegenleistung für die Übertragung des Vermögens der DIG für jede auf den Inhaber lautende Stückaktie an der DIG mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von je 1,00 € somit 1,25 auf den Namen lautende Aktien der CTP mit einem Nennbetrag von je 0,16 €.

836. Das Bundesverfassungsgericht hat mit Beschluss vom 27. April 1999 (1 BvR 1613/94) entschieden, dass die zu gewährende volle Entschädigung bei der Bestimmung der angemessenen Entschädigung für außenstehende Aktionäre bei Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags nicht unter dem Verkehrswert der Aktien liegen darf. Der Verkehrswert kann bei börsennotierten Gesellschaften nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden, es sei denn, dass der Börsenkurs nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Dies kommt nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts und des Bundesgerichtshofs (BGH) insb. bei einer Manipulation des Kurses, Markteinge bzw. nicht ausreichendem Handel in Betracht. Eine Kursmanipulation kann etwa durch gezielte Falschinformationen oder durch nachgewiesenen Insiderhandel zustande kommen.

837. Während im Fall des Vorliegens einer Kursmanipulation die Verwendung des Börsenkurses abgelehnt wird, sieht das LG Stuttgart es als fraglich an, im Fall einer Markteinge stets von der

Heranziehung der Börsenkurse abzusehen (vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 3. April 2018 – 31 O 138/15 KfHSpruchG). Zwar könne ein dauerhafter Mangel an Handelsliquidität zu „Zufallskursen“ führen, die bereits durch kleine Börsenorders entstehen. Allerdings würde der Minderheitsaktionär bei einer fiktiven freien Desinvestitionsentscheidung unter Umständen damit konfrontiert werden, dass sich potenzielle Käufer seiner Aktien gerade an diesen „Zufallskursen“ orientieren, indem sie entsprechend limitierte Kauforders aufgeben. In diesem Fall wäre es denkbar, dass der Minderheitsaktionär am Markt niemanden findet, der an der Börse einen etwaig höheren „wahren inneren Wert“ zu zahlen bereit ist, so dass er in der Realität unter Umständen auch nur den „Zufallskurs“ erzielen kann (vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 3. April 2018 – 31 O 138/15 KfHSpruchG).

838. Im Hinblick auf die Beurteilung der Marktenge bei einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme gibt es in der Literatur und in der Rechtsprechung unterschiedliche Auffassungen. Hinsichtlich der Kriterien, die für die Beurteilung einer Marktenge herangezogen werden können, wurden in der Literatur (vgl. insb. Wilm, NZG 2000, S. 238) Versuche unternommen, den unbestimmten Begriff der Marktenge zu objektivieren. Hierbei wurden insb. folgende Kriterien entwickelt:

- Anzahl der handelbaren Aktien,
- Anteil des Börsenumsatzes im Verhältnis zum Streubesitz und
- Anzahl der tatsächlichen Handelstage.

839. Der BGH hat „schematisierenden Betrachtungen“ in seiner Begründung zum Beschluss vom 12. März 2001 eine Absage erteilt (BGH, Beschluss vom 12. März 2011 - II ZB 15/00, vgl. AG 2001, S. 417).

840. Weiter konkretisiert wird die sog. Marktenge aber durch § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO. Nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO findet ein Börsenkurs bei der Ermittlung eines Mindestpreises im Rahmen eines Übernahmeangebotes keine Berücksichtigung, wenn

- an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt werden und
- mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5,0 % voneinander abweichen.

841. Nach der Rechtsprechung des BGH vom 19. Juli 2010 (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“, vgl. AG 2010, S. 629) ist bei einer Relevanz des Börsenkurses auf

einen dreimonatigen Referenzzeitraum vor der Bekanntmachung der beabsichtigten Strukturmaßnahme abzustellen.

842. Dies vorausgeschickt haben wir eine Börsenkursanalyse der DIG und CTP vorgenommen.

2. Börsenkursanalyse der DIG

843. Die Aktien der DIG waren bis zum 25. Januar 2022 unter der ISIN DE000A2G9LL1 im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse im Segment Prime Standard sowie an der Börse in Berlin zum Handel zugelassen und wurden im elektronischen Handelssystem XETRA gehandelt.

844. Für die Verschmelzung hat die Bewertungsgutachterin gem. § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung i.V.m. § 10 Abs. 1 WpÜG den dreimonatigen umsatzgewichteten Durchschnittskurs vor dem 26. Oktober 2021 als Mindestpreis herangezogen. Für das im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot stehende Delisting wurde gem. § 39 Abs. 3 BörsG i.V.m. § 10 Abs. 1 Satz WpÜG der sechsmonatige umsatzgewichtete Durchschnittskurs zum 25. Oktober 2021 als Mindestpreis ermittelt. Der jeweilige Referenzzeitraum beläuft sich somit vom 26. Juli 2021 bzw. 26. April 2021 bis zum 25. Oktober 2021.

845. Mit Rückgriff auf die von der BaFin geprüfte Angebotsunterlage des Übernahmeangebots beträgt der drei- bzw. sechsmonatige umsatzgewichtete Durchschnittskurs 17,12 € bzw. 16,88 € je Aktie. Die Aktie der DIG war anhand der Kriterien aus § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO (vgl. Tz. 840) für beide Referenzzeiträume ausreichend liquide.

846. Mit Verweis auf den BGH-Beschluss II ZB 18/09 vom 19. Juli 2010 erfolgte durch die Bewertungsgutachterin eine Hochrechnung des Börsenkurses auf den Tag der Hauptversammlung. Diese ist vorzunehmen, wenn zwischen dem Tag der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein „längerer Zeitraum“ liegt und eine „allgemeine oder branchentypische“ Börsenentwicklung eine Anpassung erforderlich erscheinen lässt. Eine einheitliche Rechtsprechung in Bezug auf die Definition eines längeren Zeitraumes und in Bezug auf die Methode der Hochrechnung gibt es nicht. Aufgrund der allgemeinen oder branchentypischen Börsenentwicklung hat sich die Entwicklung negativ dargestellt, sodass die Hochrechnung des Börsenkurses der DIG zu keinem höheren Kurs als dem dreimonatigen umsatzgewichteten Durchschnittskurs von 17,12 € führt.

847. Den von der Bewertungsgutachterin mit Verweis auf die von der BaFin geprüften Angebotsunterlage aufgeführten umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der DIG für den Zeitraum von drei bzw. sechs Monaten vor Veröffentlichung des Übernahme- und Delisting-Angebots können wir rechnerisch nachvollziehen.

848. Die von der Bewertungsgutachterin ermittelte Bandbreite der Werte des Eigenkapitals vor und nach persönlichen Steuern liegt sowohl über dem dreimonatigen umsatzgewichteten Durchschnittskurs als auch über dem Börsenkurs am Tag des Delistings, am 25. Januar 2022, i.H.v. 19,65 € (XETRA-Schlusskurs).
849. Wir haben in eigenen Analysen sowohl den drei- als auch sechsmonatigen umsatzgewichteten Durchschnittskurs der DIG-Aktie vor dem 26. Oktober 2021 ermittelt und entsprechende Analysen zur Markteinge vorgenommen (vgl. Tz. 840). Auf Grundlage unserer Analysen ergibt sich für den dreimonatigen Zeitraum vom 26. Juli 2021 bis zum 25. Oktober 2021 ein umsatzgewichteter Durchschnittskurs von 17,12 €. Für den sechsmonatigen Zeitraum vom 26. April 2021 bis zum 25. Oktober 2021 haben wir einen umsatzgewichteten Durchschnittskurs der DIG-Aktie von 16,86 € ermittelt. Für die Aktie der DIG wurden an 100 % der möglichen Handelstage Umsätze verzeichnet.
850. Im Sinne der WpÜG-AngVO liegt somit keine nachweisbare Markteinge anhand der oben genannten Indizien vor. Der durchschnittliche Börsenkurs kann insoweit entsprechend der Kriterien der WpÜG-AngVO als Indikator für den Verkehrswert der Aktie nicht verworfen werden.
851. Vor dem Hintergrund der von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Hochrechnung haben wir folgende Anmerkungen.
852. Der BGH hält in seiner Stollwerck-Entscheidung (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“, vgl. AG 2010, S. 629) ein alleiniges Abstellen auf den durchschnittlichen Börsenkurs vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ausnahmsweise dann für nicht geboten, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. Dann ist der Börsenkurs entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung, unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung, hochzurechnen. Nach der Entscheidung des BGH kann ein längerer Zeitraum bei einem Zeitraum von siebeneinhalb Monaten oder mehr zwischen der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung vorliegen.
853. Im vorliegenden Fall liegt ein Zeitraum von siebeneinhalb Monaten vor. Die Bewertungsgutachterin weist darauf hin, dass es keine einheitliche Rechtsprechung in Bezug auf die Definition eines längeren Zeitraums gebe. Auf Grundlage der Rechtsprechung sowie der rechtlichen Literatur könnte ein längerer Zeitraum im Sinne der BGH-Rechtsprechung gegeben sein.

854. Nähere Vorgaben, wie bei der Hochrechnung zu verfahren ist, sind dem Beschluss des BGH indes nicht zu entnehmen. Dies gilt auch für den Fall, dass die allgemeine Entwicklung eine andere Tendenz aufweist als die branchentypische Entwicklung. Das Ziel der Hochrechnung besteht insgesamt darin, den (fiktiven) Börsenkurs zum Zeitpunkt der Hauptversammlung zu finden, der sich ohne die Bekanntmachung der Strukturmaßnahme ergeben hätte (vgl. Wasmann, Endlich Neuigkeiten zum Börsenkurs, in: ZGR 1/2011, S. 97).
855. Für die Hochrechnung des Börsenkurses stehen grundsätzlich verschiedene Methoden zur Verfügung. Als Vergleichsmaßstab kann u.a. die Veränderung eines marktweiten Aktienindex oder eines Branchenindex herangezogen werden.
856. Vor dem Hintergrund haben wir den CDAX als marktweiten deutschen Aktienindex, den EURO STOXX 600 als marktweiten europäischen Aktienindex sowie den STOXX 600 Europe Real Estate als marktweiten branchentypischen Aktienindex zugrunde gelegt. Im Ergebnis weisen sowohl die Markt- als auch Branchenindizes im Referenzzeitraum vom 25. Oktober 2021 bis zum aktuellen 22. April 2022 eine negative Kursentwicklung auf.
857. Unter Berücksichtigung der negativen Wertentwicklung führt die Hochrechnung des DIG-Börsenkurses zu keiner Erhöhung des dreimonatigen volumengewichteten Börsenkurses.
858. Sowohl der umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs der DIG für den Zeitraum von drei bzw. sechs Monaten vor und nach der Hochrechnung sowie der Börsenkurs am letzten Handelstag liegen jeweils unterhalb der angebotenen Barabfindung in Höhe von 24,29 € je DIG-Aktie.
859. In Bezug des sich auf Grundlage der Aktienkurse der DIG und der CTP ergebenden Umtauschverhältnisses nehmen wir im folgenden Abschnitt Stellung.

3. Börsenkursanalyse der CTP

860. Die Aktien der CTP sind unter der ISIN NL00150006R6 im regulierten Markt der holländischen Wertpapierbörse Euronext in Amsterdam zum Handel zugelassen. Somit ist grundsätzlich eine Bewertung der CTP auf Basis ihrer Marktkapitalisierung möglich.
861. Analog zum Vorgehen bei der DIG hat die Bewertungsgutachterin den umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenschlusskurs für einen Zeitraum von drei bzw. sechs Monaten vor der Veröffentlichung des Übernahme- und Delisting-Angebots zugrunde gelegt. Es wurden die Werte der BaFin aus der Angebotsunterlage zum freiwilligen Übernahme- und Delisting-Angebot vom 7. Dezember 2021 herangezogen. Für den dreimonatigen bzw. sechsmonatigen Referenzzeitraum beträgt der durchschnittliche Börsenschlusskurs der CTP 18,64 € bzw.

17,24 €. Mit Verweis auf die von der BaFin geprüfte Angebotsunterlage sind die Aktien der CTP ausreichend liquide.

862. Für den Zeitraum zwischen der Veröffentlichung des Übernahme- und Delisting-Angebots und der Hauptversammlung hat die Bewertungsgutachterin eine Hochrechnung vorgenommen, die zu keinem höheren Börsenkurs als dem dreimonatigen durchschnittlichen Börsenschlusskurs geführt hat (vgl. Abschnitt D.IX). Die ermittelte Bandbreite der Werte des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern für die CTP liegt oberhalb der durchschnittlichen Börsenkurse.
863. Der von der Bewertungsgutachterin aufgeführte durchschnittliche Börsenschlusskurs der CTP für den Zeitraum von drei bzw. sechs Monaten vor Veröffentlichung des Übernahme- und Delisting-Angebots können wir rechnerisch nachvollziehen.
864. Wir haben in eigenen Analysen sowohl den drei- als auch sechsmonatigen umsatzgewichteten Durchschnittskurs der CTP-Aktie vor dem 26. Oktober 2021 ermittelt und entsprechende Analysen zur Marktenge vorgenommen (vgl. Tz. 840). Auf Grundlage unserer Analysen ergibt sich für den dreimonatigen Zeitraum ein umsatzgewichteter Durchschnittskurs von 19,26 €. Für den sechsmonatigen Zeitraum haben wir einen umsatzgewichteten Durchschnittskurs der CTP Aktie von 17,61 € ermittelt. Für die Aktie der CTP wurde an 100,0 % der möglichen Handelstage Umsatz verzeichnet.
865. Im Sinne der WpÜG-AngVO liegt somit keine nachweisbare Marktenge anhand der oben genannten Indizien vor. Der durchschnittliche Börsenkurs kann insoweit entsprechend der Kriterien der WpÜG-AngVO als Indikator für den Verkehrswert der Aktie nicht verworfen werden.
866. Das Umtauschverhältnis auf Grundlage des dreimonatigen volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurses zum 25. Oktober 2021 der DIG (17,12 €) und der CTP (18,64 €) beläuft sich auf 0,92. Die Hochrechnung der jeweiligen Börsenkurse anhand eines Markt- oder Branchenindex auf den Tag der Hauptversammlung führt zu einer identischen relativen Abweichung der jeweiligen Börsenkurse und somit zu keiner Veränderung des Umtauschverhältnisses.

E. ABLEITUNG DES UMTAUSCHVERHÄLTNISSSES

867. Aus den ermittelten Unternehmenswerten (vor persönlichen Ertragsteuern) zum 9. Juni 2022 der DIG und der CTP lässt sich der rechnerische Wert je Aktie wie folgt ermitteln.

Ermittlung des Wertes je Aktie	DIG	CTP
Unternehmenswert zum 9. Juni 2022 in Mio. €	770,8	8.660,4
Aktienanzahl in Tsd. (gesamt)	32.079,5	432.814,1
Wert je Aktie zum 9. Juni 2022 in €	24,03	19,99
Rechnerisches Umtauschverhältnis	1,00	1,20

Quelle: Bewertungsgutachten ValueTrust; IVA-Darstellung

Tabelle 65: Ermittlung des Wertes je Aktie

868. Das Grundkapital der DIG ist in voller Höhe eingezahlt und beträgt derzeit 32.079.505 € und ist in 32.079.505 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem auf die einzelne Aktie entfallenden rechnerischen Anteil am Grundkapital von 1,00 € eingeteilt. Die DIG hält derzeit keine eigenen Aktien.
869. Das Grundkapital der CTP ist in voller Höhe eingezahlt und beträgt derzeit 69.250.261,60 € und ist eingeteilt in 432.814.135 auf den Namen lautende Aktien mit einem Nennbetrag von je 0,16 €. Die CTP hält derzeit keine eigenen Aktien.
870. Ausgehend von den von ValueTrust ermittelten Unternehmenswerten (vor persönlichen Ertragsteuern) zum 9. Juni 2022 der DIG und der CTP und den jeweiligen Aktienzahlen ergibt sich ein rechnerisches Umtauschverhältnis von 1,20 CTP-Aktien für eine DIG-Aktie. Für das von ValueTrust ergänzend betrachtete Sensitivitätsszenario (vgl. Tz. 747 und 787) ergibt sich ein rechnerisches Umtauschverhältnis von 1,26 CTP-Aktien für eine DIG-Aktie.
871. Der Vorstand der DIG und der Verwaltungsrat der CTP haben sich auf das folgende, im Verschmelzungsplan vereinbarte Umtauschverhältnis geeinigt:
872. Für jede Stückaktie der DIG erhalten die Aktionäre der DIG als Gegenleistung 1,25 auf den Namen lautende Aktien der CTP mit einem Nennbetrag von je 0,16 €. Eine bare Zuzahlung an die Aktionäre der DIG ist nicht vorgesehen.

873. Zur Durchführung der Verschmelzung wird die CTP ihr Aktienkapital um 1.225.534,40 € durch Ausgabe von 7.659.590 neuen, auf den Namen lautende Aktien mit einem Nennbetrag von je 0,16 € erhöhen.
874. Die von der Bewertungsgutachterin ValueTrust ermittelten Unternehmenswerte sowie das darauf aufbauende Umtauschverhältnis sind plausibel und sachgerecht ermittelt worden.
875. Dabei wurde entsprechend der herrschenden Rechtsprechung und Bewertungspraxis auf den objektivierten Unternehmenswert gem. IDW S 1 abgestellt. Die Berechnung erfolgte nach der DCF-Methode in Form des FTE-Ansatzes. Vor dem Hintergrund, dass es sich bei der CTP um eine Gesellschaft mit Sitz in den Niederlanden handelt, die an der Euronext in Amsterdam börsennotiert ist, hat die Bewertungsgutachterin für die Bemessung des Umtauschverhältnisses auf eine explizite Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern im Bewertungskalkül verzichtet und insofern auf die mittelbare Typisierung gem. IDW S 1 zurückgegriffen. Diese Vorgehensweise steht im Einklang mit der internationalen Bewertungspraxis.
876. Vor dem Hintergrund, dass in der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung im Zusammenhang mit gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen hingegen regelmäßig typisierend die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person zugrunde gelegt und die persönlichen Ertragsteuern explizit im Bewertungskalkül berücksichtigt werden (unmittelbare Typisierung gemäß IDW S 1), haben wir im vorliegenden Fall ergänzend eine entsprechende Betrachtung vorgenommen und einen (indikativen) Wert je Aktie der CTP nach persönlichen Ertragsteuern ermittelt (vgl. hierzu Abschnitt D.VII.2). Sofern man – abweichend vom Vorgehen der Bewertungsgutachterin – jeweils den Wert je Aktie nach persönlichen Ertragsteuern für die DIG und die CTP zugrunde legen würde, ergäben sich nach unseren Feststellungen nur marginale Auswirkungen auf das rechnerische Umtauschverhältnis.
877. Darüber hinaus haben wir im Rahmen unserer Analysen den NAV als eine ergänzende Methode zur Beurteilung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses herangezogen (vgl. hierzu Abschnitt D.VI). Hintergrund dieser Vorgehensweise ist, dass im NAV bei beiden Gesellschaften die mit einer höheren Unsicherheit verbundenen Wachstumspotenziale gleichermaßen ausgeblendet werden und insoweit nur auf das zum Bewertungsstichtag bereits vorhandene bzw. gesicherte Ertragspotenzial abgestellt wird. Dem NAV kommt damit aus unserer Sicht insoweit eine Kontrollfunktion für das ermittelte Umtauschverhältnis zu. Aus unseren ergänzenden Analysen zum NAV haben sich keine Anhaltspunkte ergeben, dass das Umtauschverhältnis aus Sicht der Aktionäre der DIG unangemessen wäre.

878. Unter Berücksichtigung der zuvor dargestellten Feststellungen beurteilen wir das vertraglich vorgesehene Umtauschverhältnis als angemessen.

F. ABLEITUNG DER BARABFINDUNG

879. Gemäß § 122i Abs. 1 UmwG hat die DIG als übertragende Gesellschaft jedem ihrer Aktionäre, der Widerspruch zur Niederschrift gegen den Verschmelzungsbeschluss der Hauptversammlung der DIG erklärt, den Erwerb seiner Anteile gegen eine angemessene Barabfindung anzubieten. Die Barabfindung muss gem. §§ 122i Abs. 1, 30 Abs. 1 UmwG die Verhältnisse der DIG im Zeitpunkt der Beschlussfassung über die Verschmelzung berücksichtigen.
880. Bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung hat die übertragende Gesellschaft gem. § 122i Abs. 1 UmwG im Verschmelzungsplan jedem Aktionär, der gegen den Verschmelzungsbeschluss Widerspruch zur Niederschrift erklärt, den Erwerb seiner Anteile gegen eine angemessene Barabfindung anzubieten.
881. Nach gefestigter Rechtsprechung für vergleichbare Strukturmaßnahmen, in denen ein Barabfindungsrecht besteht, ist die Barabfindung auf den vollen bzw. wahren Wert der Aktie gerichtet. Hierzu hat die Bewertungsgutachterin im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung den Unternehmenswert der DIG gem. IDW S 1 nach persönlichen Ertragsteuern ermittelt. Dieser Unternehmenswert des übertragenden Rechtsträgers wurde der Ermittlung der Barabfindung zugrunde gelegt.
882. Aus dem ermittelten Unternehmenswert der DIG (nach persönlichen Ertragsteuern) zum 9. Juni 2022 lässt sich der Wert je Aktie – bezogen auf die Anzahl der außenstehenden Aktien – wie folgt ermitteln:

Ermittlung des Wertes je Aktie der DIG	
Unternehmenswert zum 9. Juni 2022 in Mio. €	779,1
Anzahl der ausstehenden Aktien in Tsd.	32.079,5
Wert je Aktie zum 9. Juni 2022 in €	24,29

Quelle: Bewertungsgutachten ValueTrust, IVA-Darstellung

Tabelle 66: Ermittlung des Wertes je Aktie der DIG

883. Der Unternehmenswert je **Aktie der DIG** beträgt zum **9. Juni 2022** somit **24,29 €**.
884. Wir haben die Ermittlung des Unternehmenswerts anhand eigener Berechnungen nachvollzogen und rechnerisch und sachlich überprüft. Es ergaben sich keine Beanstandungen. Die von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehensweise zur

Ermittlung des Ertragswerts erachten wir insgesamt für plausibel und sachgerecht. Im Rahmen unserer eigenen Analysen haben wir für alternativ vertretbare Annahmen ergänzende Berechnungen durchgeführt. Die von uns durchgeführten Berechnungen haben in der Gesamtschau keine Anhaltspunkte dafür ergeben, dass der ermittelte Unternehmenswert der DIG und der ermittelte Wert je Aktie unangemessen wäre.

885. Der umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs für den Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Ankündigung der Absicht, die DIG grenzüberschreitend auf die CTP zu verschmelzen (26. Oktober 2021), beträgt 17,12 € und ist als Untergrenze nicht relevant.
886. Unter Berücksichtigung der zuvor dargestellten Feststellungen beurteilen wir das vertraglich vorgesehene Barabfindungsangebot von 24,29 € je Aktie der DIG als angemessen.

G. PRÜFUNGSERGEBNIS

887. Auf der Grundlage der Bestellung durch den Beschluss des Landgerichts Rostock, 3. Kammer für Handelssachen, vom 8. Februar 2022 haben wir die Prüfung des Verschmelzungsplans zwischen der DIG und der CTP vom 22. April 2022 durchgeführt.
888. Als Ergebnis unserer Prüfung stellen wir fest, dass der Verschmelzungsplan vom 22. April 2022 alle in § 122c Abs. 2 Nr. 1 bis 12 UmwG angeführten geregelten Bestandteile und Angaben sowie die Angaben zum Abfindungsangebot (§§ 122i Abs. 1, 30 Abs. 2 UmwG) vollständig und richtig enthält und die im Verschmelzungsplan enthaltenen fakultativen Regelungen richtig sind. Der Verschmelzungsplan entspricht damit den gesetzlichen Vorschriften.
889. Für Zwecke der Ermittlung eines angemessenen Umtauschverhältnisses sind die Unternehmenswerte der DIG und der CTP nach der DCF-Methode (Flow-to-Equity-Ansatz) ermittelt worden. Auf eine explizite Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern im Bewertungskalkül wurde dabei verzichtet und insofern auf die mittelbare Typisierung gem. IDW S 1 zurückgegriffen.
890. Die Barabfindung für die DIG-Aktionäre wurde ausgehend vom einem mit dem – in Rechtsprechung und Bewertungspraxis in Deutschland vorherrschenden – Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert unter anschließendem Vergleich mit dem durchschnittlichen Börsenkurs festgelegt. Im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung wurden bei der Ableitung des Ertragswerts der DIG dabei die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person typisierend zugrunde gelegt und die persönlichen Ertragsteuern explizit im Bewertungskalkül berücksichtigt (unmittelbare Typisierung gem. IDW S 1).
891. Die Methoden zur Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses und der angemessenen Barabfindung für die Aktionäre der DIG wurden sachgerecht angewendet und sind angemessen.
892. Besondere Schwierigkeiten im Sinne des § 122f i.V.m. § 12 Abs. 2 Satz 2 Nr. 3 UmwG sind bei der Ermittlung der Unternehmenswerte nicht aufgetreten.
893. Die Gutachterin ValueTrust hat in ihrer gutachtlichen Stellungnahme Unternehmenswerte (vor persönlicher Ertragsteuer) zum 9. Juni 2022 für die DIG i.H.v. 770,8 Mio. € und für die CTP i.H.v. 8.650,4 Mio. € ermittelt. Bezogen auf die Gesamtzahl der Aktien ergibt sich daraus für die DIG ein rechnerischer Wert je Aktie von 24,03 € und für die CTP ein Wert je Aktie von

19,99 €. Die Gutachterin hat in einem ergänzend betrachteten Sensitivitätsszenario für die DIG einen Wert je Aktie von 20,65 € und für die CTP einen Wert je Aktie von 16,42 € ermittelt.

894. Auf dieser Grundlage wurde im Verschmelzungsplan festgelegt, dass die Aktionäre der DIG für jede Stückaktie der DIG 1,25 auf den Namen lautende Aktien der CTP mit einem Nennbetrag von je 0,16 € erhalten.
895. Die Bewertungsgutachterin hat in ihrer gutachtlichen Stellungnahme darüber hinaus den Unternehmenswert der DIG (nach persönlicher Ertragsteuer) zum 9. Juni 2022 i.H.v. 779,1 Mio. € ermittelt. Bezogen auf die Gesamtzahl der Aktien ergibt sich daraus für die DIG ein rechnerischer Wert je Aktie von 24,29 €. Entsprechend gewährt die DIG als übertragende Gesellschaft jedem ihrer Aktionäre, der gegen den Verschmelzungsbeschluss der Gesellschaft Widerspruch zur Niederschrift erklärt, ein Angebot auf Erwerb seiner Aktien gegen eine Barabfindung je Aktie i.H.v. 24,29 €.
896. Nach dem abschließenden Ergebnis unserer pflichtgemäßen Prüfung gemäß §§ 122f, 9 UmwG aufgrund der uns vorgelegten Unterlagen sowie der uns gegebenen Auskünfte und Nachweise ist das im Verschmelzungsplan vom 22. April 2022 vorgeschlagene Umtauschverhältnis von einer Aktie der DIG für 1,25 Aktien der CTP sowie das Barabfindungsangebot von 24,29 € je Aktie der DIG angemessen.
897. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 28. April 2022 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlungen, in der über die Zustimmung zum Verschmelzungsplan zwischen der DIG und der CTP beschlossen werden soll, wesentliche Veränderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen ergeben, die sich auf das Umtauschverhältnis und/oder das Barabfindungsangebot auswirken, wären diese noch zu berücksichtigen.

**H. ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DES
UMTAUSCHVERHÄLTNISSES UND ZUR ANGEMESSENHEIT DER
BARABFINDUNG**

898. Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir gemäß § 122f i.V.m. §§ 9 bis 12 UmwG den Verschmelzungsplan zwischen der Deutsche Industrie Grundbesitz AG, Rostock, und der CTP N.V., Amsterdam/Niederlande, vom 22. April 2022 geprüft.

899. Vor diesem Hintergrund erteilen wir die abschließende Erklärung nach unserer pflichtgemäßen Prüfung gemäß § 122f i.V.m. § 12 Abs. 2 UmwG wie folgt:

900. „Nach unseren Feststellungen sind aus den dargelegten Gründen

- das vorgeschlagene Umtauschverhältnis, nach dem die Aktionäre der DIG für je eine auf den Inhaber lautende Stückaktie mit einem auf die einzelne Aktie entfallenden rechnerischen Anteil am Grundkapital von 1,00 € ihrer Gesellschaft 1,25 auf den Namen lautende Aktien der CTP mit einem Nennbetrag von je 0,16 € erhalten

sowie

- die Barabfindung in Höhe von 24,29 €, die die DIG als übertragende Gesellschaft jedem ihrer Aktionäre, der Widerspruch zur Niederschrift gegen den Verschmelzungsbeschluss der Hauptversammlung der DIG erklärt, anbieten wird

auf der Grundlage der Unternehmenswerte und der Verschmelzungswertrelationen zum 9. Juni 2022 angemessen.

901. Besondere Schwierigkeiten im Sinne des § 122f i.V.m. § 12 Abs. 2 Satz 2 Nr. 3 UmwG sind bei der Bewertung nicht aufgetreten.“

902. Wir erstatten diesen Bericht auf der Grundlage der uns vorgelegten Unterlagen und erteilen Auskünfte nach bestem Wissen und Gewissen unter Beachtung der Berufsgrundsätze, die in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüferordnung niedergelegt sind.

Frankfurt am Main, den 28. April 2022

IVA VALUATION & ADVISORY AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

/s/ Creutzmann

Creutzmann¹
Wirtschaftsprüfer

/s/ Stellbrink

Dr. Stellbrink¹
Wirtschaftsprüfer



¹ Certified Valuation Analyst

ANLAGE 1

Beschluss der 3. Kammer für Handelssachen beim Landgericht Rostock vom 8. Februar 2022 über die Bestellung der IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, zur Verschmelzungsprüferin zur Überprüfung des Verschmelzungsplans oder seines Entwurfs, nach den §§ 9 bis 12 UmwG sowie gemäß §§ 122i, 30 Abs. 2 UmwG der Angemessenheit der anzubietenden Barabfindung entsprechend §§ 10 bis 12 UmwG

Aktenzeichen:
5 HK O 13/22

Abschrift



Landgericht Rostock

Beschluss

Auf Antrag der

Deutschen Industrie REIT AG

Amtsgericht - Registergericht Rostock, HRB 13964

bestellt der Vorsitzende der - 3. Kammer für Handelssachen Vorsitzender Richter am Landgericht Mack - am 08.02.2022 gemäß §§ 122f, 122i, 30, 10 UmwG

IVA Valuation & Advisory AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Andreas Creutzmann
Büro Landau
Lise-Meitner-Straße 20
76829 Landau

zur Verschmelzungsprüferin zur Überprüfung des Verschmelzungsplanes oder seines Entwurfs, nach den §§ 9 bis 12 UmwG sowie gemäß §§ 122i, 30 Abs. 2 UmwG der Angemessenheit der anzubietenden Barabfindung entsprechend §§ 10 bis 12 UmwG.

Der Geschäftswert wird auf 5.000,00 € festgesetzt, § 36 Abs. 3 GNotKG.

Gründe:

Ein Hinderungsgrund für die Bestellung der als Verschmelzungsprüferin genannten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist nicht erkennbar, so dass diese vom Gericht entsprechend der Anregung der Antragstellerin ausgewählt werden konnte.

ANLAGE 2

Mack
Vorsitzender Richter am Landgericht

Verschmelzungsplan vom 22. April 2022

JOINT COMMON DRAFT TERMS OF THE
CROSS-BORDER MERGER

BETWEEN

CTP N.V. & Deutsche Industrie
Grundbesitz AG



Deutsche
Industrie
Grundbesitz AG

22 April 2022

JOINT COMMON DRAFT TERMS OF THE CROSS-BORDER MERGER (the "Terms of Merger")	GEMEINSAMER VERSCHMELZUNGSPLAN DER GRENZÜBERSCHREITENDEN VERSCHMELZUNG (der „Verschmelzungsplan“)	GEMEENSCHAPPELIJK VOORSTEL TOT GRENSOVERSCHRIJDENDE FUSIE (het "Fusievoorstel")
BY AND BETWEEN:	ZWISCHEN:	DOOR EN TUSSEN:
CTP N.V., a public limited liability company under the laws of the Netherlands (<i>naamloze vennootschap</i>), with corporate seat in Utrecht, the Netherlands, address at Apollolaan 151, 1077 AR Amsterdam, the Netherlands, and Trade Register number 76158233 ("CTP");	CTP N.V., eine Aktiengesellschaft (<i>naamloze vennootschap</i>) nach niederländischem Recht, mit Gesellschaftssitz in Utrecht, Niederlande, Geschäftsadresse Apollolaan 151, 1077 AR Amsterdam, Niederlande, und Handelsregisternummer 76158233 („CTP“),	CTP N.V., een naamloze vennootschap naar Nederlands recht, statutair gevestigd te Utrecht, Nederland, met adres Apollolaan 151, 1077 AR Amsterdam, Nederland, en handelsregisternummer 76158233 ("CTP");
and	und	en
Deutsche Industrie Grundbesitz AG (previously named: Deutsche Industrie REIT-AG), a public limited liability company under the laws of Germany (<i>Aktiengesellschaft</i>), with its registered statutory seat in Rostock, Germany, and registered with the commercial register of the local court (<i>Amtsgericht</i>) of Rostock, Germany, under docket number HRB 13964 ("DIG"),	Deutsche Industrie Grundbesitz AG (vormals Deutsche Industrie REIT-AG), eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht mit satzungsmäßigem Sitz in Rostock, Deutschland, und eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Rostock, Deutschland, unter der Registernummer HRB 13964 („DIG“),	Deutsche Industrie Grundbesitz AG (voorheen genaamd: Deutsche Industrie REIT-AG), een naamloze vennootschap naar Duits recht (<i>Aktiengesellschaft</i>), statutair gevestigd te Rostock, Duitsland, en ingeschreven in het handelsregister van de lokale rechtbank (<i>Amtsgericht</i>) te Rostock, Duitsland, onder nummer HRB 13964 ("DIG"),
CTP and DIG together: the "Merging Companies".	CTP und DIG zusammen: die „Verschmelzenden Gesellschaften“	CTP en DIG hierna gezamenlijk: de "Fuserende Vennootschappen".
INTRODUCTION:	VORBEMERKUNGEN:	INLEIDING:

<u>Business combination</u>	<u>Unternehmenszusammenschluss</u>	<u>Business combinatie</u>
(A) On 26 October 2021, CTP and DIG entered into a business combination agreement (the "BCA") pursuant to which:	(A) Am 26. Oktober 2021 haben CTP und DIG eine Grundsatzvereinbarung geschlossen („Grundsatzvereinbarung“), wonach:	(A) Op 26 oktober 2021 zijn CTP en DIG een business combinatie overeenkomst aangegaan (de "BCO") op grond waarvan:
(i) CTP has launched a voluntary public takeover and delisting offer (the "Offer") within the meaning of section 29 paragraph 1 of the German Securities Acquisition and Takeover Act (<i>Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz</i> ; the "German Takeover Act") in conjunction with section 39 paragraph 2 sentence 3 no. 1 of the German Stock Exchange Act (<i>Börsengesetz</i>) for the acquisition of all no-par value bearer shares in the share capital of DIG (the "DIG Shares");	(i) CTP ein freiwilliges öffentliches Übernahme- und Delisting-Angebot (das „Angebot“) im Sinne des § 29 Abs. 1 WpÜG in Verbindung mit § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG zum Erwerb aller auf den Inhaber lautenden Stückaktien des DIG Grundkapitals der DIG (die „DIG-Aktien“) abzugeben hat;	(i) CTP een vrijwillig openbaar overnamebod en een bod tot intrekking van de notering heeft gedaan (het "Bod") in de zin van artikel 29 lid 1 van de Duitse Wet op de Vererving en Overname van Effecten (<i>Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz</i> ; de "Duitse Overname Wet") jo. artikel 39 lid 2 onder 3(1) van de Duitse Wet op de Effectenbeurs (<i>Börsengesetz</i>) voor de verwerving van alle aandelen aan toonder zonder vermelding van de nominale waarde in het aandelenkapitaal van DIG (de "DIG Aandelen");
(ii) after the closing of the Offer, in order to complete the integration of DIG into the	(ii) CTP und DIG nach Vollzug des Angebots beabsichtigen, zur Vollendung der	(ii) teneinde de integratie van DIG in de groep van CTP te voltooien, zijn CTP en DIG

3

group of CTP, CTP and DIG intend to effect a cross-border merger pursuant to which DIG is merged with and into CTP by way of an upstream cross-border merger, with CTP being the acquiring company pursuant to sections 122a et seq. German Transformation Act (<i>Umwandlungsgesetz</i> – "UmwG") and title 2.7 of the Dutch Civil Code ("DCC"), whereby all assets and liabilities (<i>vermogen</i>) and legal relationships of DIG immediately prior to such merger becoming effective (the "DIG Assets and Liabilities") shall transfer to CTP under universal succession of title (<i>algemene titel</i>) and DIG shall cease to exist without liquidation (the "Merger"); and	Integration der DIG in die CTP-Gruppe eine grenzüberschreitende Verschmelzung durchzuführen, bei der die DIG im Wege einer grenzüberschreitenden Aufwärtsverschmelzung (sogenannter Upstream-Merger) gemäß §§ 122a ff. Umwandlungsgesetz („UmwG“) und Titel 2.7 des niederländischen Bürgerlichen Gesetzbuches („DCC“) auf die CTP als übernehmende Gesellschaft verschmolzen wird und alle Aktiva und Passiva (<i>vermogen</i>) und Rechtsverhältnisse der DIG wie sie unmittelbar vor dem Wirksamwerden dieser Verschmelzung bestehen (die „DIG Aktiva und Passiva“) im Rahmen der Gesamtrechtsnachfolge (<i>algemene titel</i>) auf die CTP übergehen und die DIG ohne Abwicklung erlischt (die „Verschmelzung“); und	voornemens om na de closing van het Bod een grensoverschrijdende fusie te bewerkstelligen waarbij DIG fuseert met en in CTP door middel van een grensoverschrijdende upstream fusie, met CTP als verkrijgende vennootschap overeenkomstig artikelen 122a en verder van de Duitse Omzettingswet (<i>Umwandlungsgesetz</i> – "UmwG") en titel 2.7 van het Burgerlijk Wetboek ("BW"), waarbij het gehele vermogen en de rechtsverhoudingen van DIG onmiddellijk voorafgaand aan het van kracht worden van de fusie (de "DIG Activa en Passiva") overgaan op CTP onder algemene titel en DIG ophoudt te bestaan zonder ontbinding (de "Fusie"); en
(iii) as soon as practically	(iii) die CTP beabsichtigt, so bald	(iii) zo snel als praktisch mogelijk

4

possible after the Merger has become effective, and subject to the Binding Ruling (as defined below), CTP intends to effect a hive-down (<i>afsplitsing</i>). Pursuant to the hive-down, the DIG Assets and Liabilities that will be acquired by CTP under universal succession of title (<i>algemene titel</i>) pursuant to the Merger are hived-down (<i>afgesplitst</i>) by universal succession of title (<i>algemene titel</i>) in accordance with title 2.7 DCC to a newly incorporated private limited liability company (<i>besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid</i>) under the laws of the Netherlands, incorporated as a wholly-owned subsidiary of CTP at the occasion of the hive-down: CTP Germany B.V. ("CTP Germany"), and CTP continues to exist (the " Hive-Down ").	wie praktisch möglich nach Wirksamwerden der Verschmelzung und vorbehaltlich der Verbindlichen Auskunft (wie nachstehend definiert) eine Ausgliederung (<i>afsplitsing</i>) vorzunehmen. Infolge der Ausgliederung werden die DIG Aktiva und Passiva, die von CTP im Rahmen der Gesamtrechtsnachfolge (<i>algemene titel</i>) aufgrund der Verschmelzung erworben werden, im Wege der Gesamtrechtsnachfolge (<i>algemene titel</i>) gemäß Titel 2.7 DCC ausgegliedert (<i>afgesplitst</i>) und auf eine anlässlich der Ausgliederung nach niederländischem Recht neu gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung (<i>besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid</i>), eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der CTP, namentlich CTP Germany B.V. (" CTP Germany ") übertragen, während die CTP fortbesteht (die	is nadat de Fusie van kracht is geworden, en onder voorbehoud van de Bindende Uitspraak (zoals hierna gedefinieerd), is CTP voornemens een afsplitsing tot stand te brengen. Ingevolge de afsplitsing worden de DIG Activa en Passiva die door CTP onder algemene titel zullen worden verkregen ingevolge de Fusie, afgesplitst onder algemene titel overeenkomstig titel 2.7 BW naar een nieuw opgerichte besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid naar Nederlands recht, die ter gelegenheid van de afsplitsing wordt opgericht als een 100% dochtervennootschap van CTP: CTP Germany B.V. (" CTP Germany "), en CTP blijft voortbestaan (de " Afsplitsing ").
--	--	--

5

-Ausgliederung-).		
(B)	(B)	(B)
As a result of the Merger, the business of (the former) DIG will therefore be continued and carried out through CTP. As a result of the Hive-Down, the business of (the former) DIG will be continued and carried out through CTP Germany, whereby the activities of (the former) DIG are carried out through a German branch office of CTP Germany.	Infolge der Verschmelzung wird daher die Geschäftstätigkeit der (ehemaligen) DIG fortgeführt und durch CTP ausgeübt. Infolge der Ausgliederung wird die Geschäftstätigkeit der (ehemaligen) DIG fortgeführt und durch CTP Germany ausgeübt, wobei das Geschäft der (ehemaligen) DIG durch eine deutsche Zweigniederlassung der CTP Germany ausgeübt wird.	Als gevolg van de Fusie zullen de activiteiten van (het voormalige) DIG worden voortgezet en uitgeoefend door CTP. Als gevolg van de Afsplitsing zullen de activiteiten van (het voormalige) DIG worden voortgezet en uitgeoefend via CTP Germany, waarbij de activiteiten van (het voormalige) DIG worden uitgevoerd via een Duitse branch van CTP Germany.
(C)	(C)	(C)
The implementation of the Hive-Down is subject to the competent German tax authorities issuing a positive binding ruling (<i>verbindliche Auskunft</i>), from the perspective of CTP, pursuant to section 89 of the German General Tax Code (<i>Abgabenordnung</i>) (" Binding Ruling ") in relation to certain tax aspects of the Hive-Down; by way of clarification it is pointed out that no tax ruling will be obtained for the Merger, so that no reservation exists in this respect. On or around the date of these Terms of Merger, CTP will publish a hive-down proposal (<i>splitsingsvoorstel</i>) for the purpose of the Hive-Down.	Die Durchführung der Ausgliederung steht unter dem Vorbehalt, dass die zuständigen deutschen Finanzbehörden eine aus Sicht von CTP positive verbindliche Auskunft gemäß § 89 der Abgabenordnung (verbindliche Auskunft) zu bestimmten steuerlichen Aspekten der Ausgliederung erteilt; zur Klarstellung wird darauf hingewiesen, dass für die Verschmelzung keine steuerliche Auskunft eingeholt wird, sodass insoweit kein Vorbehalt besteht. Am oder um das Datum dieses Verschmelzungsplans herum wird CTP einen Ausgliederungsvorschlag (<i>splitsingsvoorstel</i>) zum Zweck der	De implementatie van de Afsplitsing is onder voorbehoud van een, vanuit het oogpunt van CTP, positieve bindende uitspraak van de bevoegde Duitse belastingautoriteiten (<i>verbindliche Auskunft</i>) overeenkomstig artikel 89 van de Duitse Algemene Belastingwet (<i>Abgabenordnung</i>) (" Bindende Uitspraak ") met betrekking tot bepaalde fiscale aspecten van de Afsplitsing; ter verduidelijking wordt erop gewezen dat geen belastinguitspraak zal worden verkregen voor de Fusie, zodat in dat verband geen voorbehoud bestaat. Op of rond de datum van dit Fusievoorstel zal CTP een splitsingsvoorstel publiceren in het kader van de

6

(D)	(D)	(D)	Afsplitsing.
(E)	(E)	(E)	

7

in the share capital of CTP: the "CTP Shares", for each DIG Share they hold immediately prior to the Merger becoming effective in accordance with the share exchange ratio set forth in these Terms of Merger. The aforementioned share exchange ratio has been determined by the management of each of the Merging Companies on the basis of a valuation report issued by ValueTrust Financial Advisor SE ("ValueTrust") on or around the date of these Terms of Merger. The aforementioned share exchange ratio has been audited by (i) KPMG Accountants N.V., engaged by CTP, who shall provide the declarations as referred to in section 2:328 paragraph 1 and 2 DCC and by (ii) IVA Valuation & Advisory AG, engaged by DIG, as the court appointed independent merger auditor pursuant to sections 122f, 10 UmwG, who shall issue the declarations as referred to in sections 122f, 12 UmwG and shall confirm the adequacy of the Exchange Ratio (as defined below) on or around the date of these Terms of Merger.	neu gewährte Aktien am Grundkapital der CTP, wobei jede Aktie einen Nennwert von EUR 0,16 hat (die Aktien am Grundkapital der CTP, die "CTP-Aktien", für jede DIG-Aktie, die sie unmittelbar vor dem Wirksamwerden der Verschmelzung halten. Das vorgenannte Umtauschverhältnis wurde von den Geschäftsleitungen der Verschmelzenden Gesellschaften auf der Grundlage eines von der ValueTrust Financial Advisor SE ("ValueTrust") am oder um das Datum dieses Verschmelzungsplans herum erstellten Bewertungsberichts festgelegt. Das vorgenannte Umtauschverhältnis wurde geprüft von (i) der KPMG Accountants N.V., welche von CTP beauftragt wurde und welche die Erklärungen nach Art 2:328 Abs. 1 und 2 DCC abgeben soll, und (ii) der IVA Valuation & Advisory AG, die von DIG als gerichtlich bestellter unabhängiger Verschmelzungsprüfer gem. §§ 122f, 10 UmwG beauftragt wurde und die die Erklärungen gemäß §§ 122f, 12 UmwG abgeben und die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses (wie nachstehend definiert) am oder um das Datum dieses Verschmelzungsplans	aandelenkapitaal van CTP ontvangen, elk met een nominale waarde van EUR 0,16 (de aandelen in het aandelenkapitaal van CTP: de "CTP Aandelen"), voor elk DIG Aandeel dat zij houden onmiddellijk voorafgaand aan het van kracht worden van de Fusie in overeenstemming met de ruilverhouding die in dit Fusievoorstel is uiteengezet. De hiervoor genoemde ruilverhouding is vastgesteld door het bestuur van elk van de Fuserende Vermoedenschappen op basis van een waarderingsverslag dat is uitgebracht door ValueTrust Financial Advisor SE ("ValueTrust") op of rond de datum van dit Fusievoorstel. De hiervoor genoemde ruilverhouding is gecontroleerd door (i) KPMG Accountants N.V., in opdracht van CTP, die de verklaringen zal afgeven als bedoeld in artikel 2:328 lid 1 en 2 BW en door (ii) IVA Valuation & Advisory AG, in opdracht van DIG, als de door de rechtbank benoemde onafhankelijke fusie-accountant overeenkomstig artikelen 122f, 10 UmwG, die de verklaringen zal afgeven als bedoeld in artikel 122f, 12 UmwG en de toereikendheid van de Ruilverhouding (zoals hierna gedefinieerd) zal bevestigen op of rond
---	--	--

8

	herum besittigen soll.	de datum van dit Fusievoorstel.
<u>Listings</u>	<u>Börsenzulassungen</u>	<u>Noteringen</u>
(F) The CTP Shares are currently traded and listed on the Euronext Amsterdam stock exchange. The DIG Shares were traded and listed on the Regulated Market of the Frankfurt Stock Exchange (Prime Standard) and the Berlin Stock Exchange. Pursuant to the conditions referred to in the BCA, DIG has filed an application for the revocation of the admission to trading (<i>Widerruf der Zulassung</i>) of all DIG Shares on the Regulated Market of the Frankfurt Stock Exchange (Prime Standard) and the Berlin Stock Exchange and as a result the DIG Shares were delisted with effect upon expiry of 25 January 2022.	(F) Die CTP-Aktien werden derzeit an der Euronext Amsterdam gehandelt und sind dort zugelassen. Die DIG-Aktien waren im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) und an der Börse Berlin zugelassen und wurden dort gehandelt. Gemäß den in der Grundsatzvereinbarung genannten Bedingungen, hat die DIG einen Antrag auf Widerruf der Zulassung der DIG-Aktien zum Handel am regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) und der Börse Berlin gestellt, woraufhin die Börsenzulassung der DIG-Aktien mit Wirkung zum Ablauf des 25. Januar 2022 widerrufen wurde.	(F) De CTP Aandelen worden momenteel verhandeld en zijn genoteerd op de effectenbeurs van Euronext Amsterdam. De DIG Aandelen werden verhandeld en waren genoteerd op de Regulated Market van de Frankfurt Stock Exchange (Prime Standard) en de Berlin Stock Exchange. DIG heeft een aanvraag ingediend overeenkomstig de voorwaarden van de BCO voor de intrekking van de notering (<i>Widerruf der Zulassung</i>) van alle DIG Aandelen op de Regulated Market van de Frankfurt Stock Exchange (Prime Standard) en de Berlin Stock Exchange en als gevolg waarvan de notering van de DIG Aandelen per het einde van 25 januari 2022 is beëindigd.
<u>Considerations</u>	<u>Erwägungen</u>	<u>Overwegingen</u>
(G) CTP does not have a supervisory board, but has a board of directors, consisting of executive and non-executive directors. DIG has a management board and a supervisory board.	(G) Die CTP hat keinen Aufsichtsrat, sondern einen Verwaltungsrat, der sich aus geschäftsführenden (<i>executive</i>) und nicht geschäftsführenden (<i>non-executive</i>) Direktoren zusammensetzt. Die DIG hat einen Vorstand und einen	(G) CTP heeft geen raad van commissarissen, maar een bestuur, bestaande uit uitvoerende- en niet-uitvoerende bestuurders. DIG heeft een bestuur en een raad van commissarissen.

9

	Aufsichtsrat.	
(H) Neither of the Merging Companies has been dissolved, has been declared bankrupt or has been granted a suspension of payments, and their board of directors or management board, respectively, are not aware of any intention to dissolve any of the Merging Companies prior to the effectiveness of the Merger, or any pending request to declare any of the Merging Companies bankrupt or grant a suspension of payments.	(H) Keine der Verschmelzenden Gesellschaften wurde aufgelöst oder für insolvent erklärt und es wurde auch kein Zahlungsaufschub gewährt, und nach Kenntnis des Verwaltungsrats bzw. des Vorstands ist vor dem Wirksamwerden der Verschmelzung nicht beabsichtigt eine der Verschmelzenden Gesellschaften aufzulösen, und es ist kein Antrag auf Insolvenzeröffnung oder Zahlungsaufschub für eine der Verschmelzenden Gesellschaften anhängig.	(H) Geen van de Fuserende Vennootschappen is ontbonden, failliet verklaard of heeft surséance van betaling aangevraagd en de besturen van CTP en DIG, respectievelijk, zijn niet bekend met enig voornemen om een van de Fuserende Vennootschappen te ontbinden vóór de Fusie van kracht wordt, of van enig verzoek in behandeling om een van de Fuserende Vennootschappen failliet te verklaren of surséance van betaling aan te vragen.
(I) All issued shares in the share capital of DIG have been fully paid up, no depositary receipts (<i>certificaten</i>) for shares have been issued with the cooperation of DIG with respect to those shares. Pursuant to section 2:319 subsection 1 DCC all existing rights of usufruct (<i>vruchtgebruik</i>) and pledge (<i>pand</i>) on DIG Shares, if any, will rest on the corresponding CTP Shares granted in the Merger in accordance with article 6.1 by way of substitution of property (<i>zaaksvervangend</i>).	(I) Alle ausgegebenen Aktien des Grundkapitals der DIG sind voll eingezahlt, es wurden keine Hinterlegungsscheine (<i>certificaten</i>) für Aktien unter Mitwirkung der DIG in Bezug auf diese Aktien ausgestellt. Gemäß Art. 2:319 Abs. 1 DCC setzen sich sämtliche Nießbrauchsrechte (<i>vruchtgebruik</i>) und Pfandrechte (<i>pand</i>) an DIG-Aktien, soweit solche bestehen, durch die Eigentumssurrogation (<i>zaaksvervangend</i>) an den CTP-Aktien fort, die im Rahmen der Verschmelzung nach Ziffer 6.1	(I) Alle geplaatste aandelen in het kapitaal van DIG zijn volgestort, er zijn geen certificaten van aandelen uitgegeven met medewerking van DIG voor die aandelen. Op grond van artikel 2:319 lid 1 BW zullen alle bestaande rechten van vruchtgebruik en pandrechten op DIG Aandelen, voor zover aanwezig, komen te rusten op de corresponderende CTP Aandelen die in overeenstemming met artikel 6.1 bij wijze van zaaksvervangend worden toegekend in de Fusie.

10

(J) There are no non-voting shares and no shares not entitled to profits in the issued share capital of the Merging Companies. There are no shares of a specific class and no shares with a specific indication in the issued share capital of the Merging Companies.	(J) Am Grundkapital der Verschmelzenden Gesellschaften gibt es keine stimmrechtslosen Aktien und keine Aktien ohne Gewinnberechtigung. Am Grundkapital der Verschmelzenden Gesellschaften gibt es keine Aktien einer speziellen Gattung und keine Aktien mit einer speziellen Bezeichnung.	(J) Het geplaatste kapitaal van de Fusierende Vennootschappen bevat geen stemrechtloze aandelen en ook geen winstrechtloze aandelen. Er behoren geen aandelen van een bepaalde soort of aanduiding tot het geplaatste kapitaal van een van de Fusierende Vennootschappen.
Filing and publication	Einreichung und Veröffentlichung	Deponerung en openbaarmaking
(K) These Terms of Merger will be filed with (i) the Dutch Trade Register together with the relevant documentation as required under Dutch law and (ii) the German commercial register, together with the relevant documentation as required under German law. In addition, these Terms of Merger and the Merger Report (as defined below) together with such other documentation as required under Dutch and German law, will be made available (i) on CTP's and DIG's corporate websites: www.ctp.eu and https://www.deutsche-industrie-grundbesitz.de , respectively, and (ii) for inspection at the offices of both CTP and DIG.	(K) Dieser Verschmelzungsplan wird (i) beim niederländischen Handelsregister zusammen mit den nach niederländischem Recht vorgeschriebenen Unterlagen und (ii) beim deutschen Handelsregister, zusammen mit den nach deutschem Recht vorgeschriebenen Unterlagen eingereicht. Darüber hinaus werden dieser Verschmelzungsplan und der Verschmelzungsbericht (wie nachstehend definiert) zusammen mit den weiteren nach niederländischem und deutschem Recht erforderlichen Unterlagen (i) auf den Unternehmenswebsites von CTP und DIG unter www.ctp.eu bzw. https://www.deutsche-industrie-grundbesitz.de und (ii) in den Grundbesitz de und (ii) in den Geschäftsräumen von CTP und DIG zur Einsichtnahme zur Verfügung gestellt.	(K) Dit Fusievoorstel zal worden gedeponeerd bij (i) het Nederlandse handelsregister, vergezeld van de op grond van de Nederlandse wet vereiste relevante documenten en (ii) het Duitse handelsregister, vergezeld van de op grond van de Duitse wet vereiste relevante documenten. Dit Fusievoorstel en het Fusieverslag (zoals hierna gedefinieerd) worden daarnaast samen met de andere documenten vereist op grond van Nederlands en Duits recht beschikbaar gesteld (i) op de websites van CTP en DIG: www.ctp.eu en https://www.deutsche-industrie-grundbesitz.de , respectievelijk, en (ii) ter inzage ten kantore van zowel CTP

11

	grondbesitz.de und (ii) in den Geschäftsräumen von CTP und DIG zur Einsichtnahme zur Verfügung gestellt.	als DIG.
(L) The announcement of the Merger and the aforementioned filings under Dutch law will be published (i) in a Dutch newspaper nationally-distributed in the Netherlands (<i>Trouw</i>) and (ii) in the Dutch State Gazette (<i>Nederlandse Staatscourant</i>). The announcement of the Merger and the aforementioned filings under German law will be published by the German commercial register.	(L) Die Bekanntmachung der Verschmelzung und die vorgenannten Einreichungen nach niederländischem Recht werden (i) in einer in den Niederlanden landesweit verbreiteten niederländischen Zeitung (<i>Trouw</i>) und (ii) im niederländischen Staatsanzeiger (<i>Nederlandse Staatscourant</i>) veröffentlicht. Die Bekanntmachung der Verschmelzung und die vorgenannte Einreichung nach deutschem Recht werden durch das deutsche Handelsregister bekanntgemacht.	(L) De aankondiging van de Fusie en de hierboven genoemde deponeeringen naar Nederlands recht zal bekend worden gemaakt (i) in een Nederlands landelijk verspreid dagblad (<i>Trouw</i>) en (ii) in de Nederlandse Staatscourant. De aankondiging van de Fusie en de hierboven genoemde deponeeringen naar Duits recht zullen gepubliceerd worden door het Duitse handelsregister.
Merger Report	Verschmelzungsbericht	Fusieverslag
(M) The board of directors of CTP and the management board of DIG will jointly prepare a report in accordance with sections 2:313 subsection 1 DCC and 2:327 DCC and sections 122e, 8 UmwG, explaining among other things the legal, social and economic aspects of the Merger as well as the methods for determining the Exchange Ratio (as defined below) and the Cash	(M) Der Verwaltungsrat der CTP und der Vorstand der DIG erstellen gemeinsam einen Bericht gemäß Art. 2:313 Abs. 1 DCC und 2:327 DCC sowie §§ 122e, 8 UmwG, in dem unter anderem die rechtlichen, sozialen und wirtschaftlichen Aspekte der Verschmelzung sowie die Methoden zur Bestimmung des Umtauschverhältnisses (wie unten	(M) Het bestuur van CTP en het bestuur van DIG zullen gezamenlijk een verslag opstellen overeenkomstig artikelen 2:313 lid 1 BW, 2:327 BW en artikelen 122e, 8 UmwG, waar onder andere de juridische, sociale en economische aspecten van de Fusie, alsmede de methodes voor het bepalen van de Ruilverhouding (zoals hierna gedefinieerd) en de Cash

12

Compensation (as defined below) (the "Merger Report").	definiert) und der Barabfindung (wie unten definiert) erläutert werden (der "Verschmelzungsbericht").	Vergoeding (zoals hierna gedefinieerd) worden toegelicht (het "Fusieverslag").
HEREBY MAKE THE FOLLOWING TERMS OF MERGER:	VEREINBAREN HIERMIT DEN FOLGENDEN VERSCHMELZUNGSPLAN:	KOMEN HIERBIJ HET VOLGENDE VOORSTEL TOT FUSIE OVEREEN:
1 INTERPRETATION	1 AUSLEGUNG	1 INTERPRETATIE
1.1 These Terms of Merger have been drawn up in English, German and Dutch. The content of the three language versions is identical, apart from having been prepared in three separate languages. For German law purposes, solely the German language version of these Terms of Merger will be notarized separately.	1.1 Dieser Verschmelzungsplan wurde in englischer, deutscher und niederländischer Sprache abgefasst. Der Inhalt der drei Sprachfassungen ist identisch, abgesehen davon, dass er in drei verschiedenen Sprachen erstellt wurde. Für Zwecke des deutschen Rechts wird ausschließlich die deutsche Fassung dieses Verschmelzungsplans separat notariell beurkundet.	1.1 Dit Fusievoorstel is opgesteld in het Engels, Duits en Nederlands. De inhoud van de drie verschillende versies is identiek, afgezien van het feit dat zij in drie verschillende talen is opgesteld. Voor Duits recht doelenden wordt er slechts van de Duitse versie van dit Fusievoorstel een afzonderlijke notariële akte opgemaakt.
1.2 Annex A (current articles of association of CTP) and Annex B (draft articles of association of CTP) to these Terms of Merger form an integrated part of these Terms of Merger. Reference is made to Annex A and Annex B pursuant to section 9 paragraph 1 sentence 2 of the German Notarization Act (<i>Beurkundungsgesetz</i>) and section 2:311 subsection 2(b) DCC.	1.2 Anlage A (gegenwärtige Satzung der CTP) und Anlage B (Entwurf der Satzung der CTP) zu diesem Verschmelzungsplan sind integraler Bestandteil dieses Verschmelzungsplans. Auf die Anlage A und die Anlage B wird gemäß § 9 Abs. 1 Satz 2 des deutschen Beurkundungsgesetzes und Art. 2:311 Abs. 2(b) DCC verwiesen.	1.2 Annex A (huidige statuten van CTP) en Annex B (concept statuten van CTP) maken integraal onderdeel uit van dit Fusievoorstel. Er wordt verwezen naar Annex A en Annex B overeenkomstig artikel 9 lid 1 onder 2 van de Duitse Wet op het Notarisambt (<i>Beurkundungsgesetz</i>) en artikel 2:311 lid 2 onder b BW.

13

2 INFORMATION ON THE MERGING COMPANIES (SECTIONS 2:312 SUBSECTION 2(A) AND 2:333D SUBSECTION A DCC AND SECTION 122C PARAGRAPH 2 NO. 1 UMWG)	2 INFORMATIONEN ZU DEN VERSCHMELZENDEN GESELLSCHAFTEN (ART. 2:312 ABS. 2(A) UND 2:333D ABS. A DCC UND § 122C ABS. 2 NR. 1 UMWG)	2 INFORMATIE OVER DE FUSERENDE VENNOOTSCHAPPEN (ARTIKELN 2:312 SUB 2 ONDER (A) EN 2:333D ONDER (A) BW EN ARTIKEL 122C LID 2 NR. 1 UMWG)
2.1 The legal name, form and corporate seat of CTP are as follows:	2.1 Die Firma, die Rechtsform und der Sitz der CTP lauten wie folgt:	2.1 De juridische naam, rechtsvorm en statutaire zetel van CTP zijn als volgt:
(i) Legal name: CTP N.V.	(i) Firma: CTP N.V.	(i) Juridische naam: CTP N.V.
(ii) Form: public limited liability company (<i>naamloze vennootschap</i>) incorporated under and governed by the laws of the Netherlands.	(ii) Rechtsform: nach niederländischem gegründete und niederländischem unterliegende Aktiengesellschaft (<i>naamloze vennootschap</i>).	(ii) Rechtsvorm: naamloze vennootschap opgericht naar en geregeerd door Nederlands recht.
(iii) Corporate seat: Utrecht, the Netherlands, subject to the amendment as referred to in article 5.	(iii) Gesellschaftssitz: Utrecht, Niederlande, vorbehaltlich der in Ziffer 5 dargestellten Änderung.	(iii) Statutaire zetel: Utrecht, Nederland, voorbehoud van de wijziging als bedoeld in artikel 5.
2.2 The legal name, form and registered statutory seat of DIG are as follows:	2.2 Die Firma, die Rechtsform und der Sitz der DIG lauten wie folgt:	2.2 De juridische naam, rechtsvorm en statutaire zetel van DIG zijn als volgt:
(i) Legal name: Deutsche Industrie Grundbesitz AG.	(i) Firma: Deutsche Industrie Grundbesitz AG.	(i) Juridische naam: Deutsche Industrie Grundbesitz AG.
(ii) Form: public limited liability	(ii) Rechtsform: nach	(ii) Rechtsvorm: naamloze

14

company under the laws of Germany (<i>Aktiengesellschaft</i>) incorporated under and governed by the laws of Germany.	deutschem gegründete und deutschem Recht unterliegende Aktiengesellschaft.	Recht	vennootschap naar Duits recht (<i>Aktiengesellschaft</i>) opgericht en geregeerd naar Duits recht.
(iii) Registered statutory seat: Rostock, Germany.	(iii) Satzungssitz: Rostock, Deutschland.	(iii) Statutaire zetel: Duitsland.	
3 MERGER	3 VERSCHMELZUNG	3 FUSIE	
CTP, as acquiring company, and DIG, as disappearing company, shall effect the Merger in accordance with title 2.7 DCC and section 122a paragraph 2 in conjunction with section 2 paragraph 1 and sections 60 et seqq. UmwG pursuant to which:	Die CTP als übernehmende Gesellschaft und die DIG als übertragende Gesellschaft führen die Verschmelzung gemäß Titel 2.7 DCC und § 122a Abs. 2 in Verbindung mit § 2 Abs. 1 und §§ 60 ff. UmwG durch, wonach:	CTP, als verkrijgende vennootschap, en DIG, als verdwijnende vennootschap, zullen de Fusie tot stand brengen in de zin van titel 2.7 BW en artikel 122a lid 2 jo. artikel 2 lid 1 en artikelen 60 en verder UmwG, waarbij:	
(i) CTP, as the acquiring company, will acquire the DIG Assets and Liabilities by universal succession of title (<i>algemene titel</i>) from DIG;	(i) CTP als übernehmende Gesellschaft die DIG Aktiva und Passiva im Wege der Gesamtrechtsnachfolge (<i>algemene titel</i>) von der DIG erwirbt;	(i) CTP, als de verkrijgende vennootschap, de DIG Activa en Passiva onder algemene titel verkrijgt van DIG;	
(ii) DIG, as the disappearing company, will cease to exist without liquidation (<i>Abwicklung</i>); and	(ii) die DIG als übertragende Gesellschaft ohne Abwicklung erlischt und	(ii) DIG, als de verdwijnende vennootschap, zal ophouden te bestaan zonder ontbinding (<i>Abwicklung</i>); en	
(iii) CTP, as the acquiring	(iii) CTP als übernehmende	(iii) CTP, als de verkrijgende	

15

company, shall grant shares in its share capital to the DIG Shareholders, in accordance with section 2:309 DCC.	Gesellschaft den DIG-Aktionären gemäß Art. 2:309 DCC Anteile an ihrem Grundkapital gewährt.	vennootschap, aandelen in haar aandelenkapitaal zal toekennen aan de DIG Aandeelhouders, overeenkomstig artikel 2:309 BW.
4 MERGER EFFECTIVE TIME; RETROACTIVE EFFECTIVE DATE (SECTION 2:312 SUBSECTIONS 2(F) AND 2(H) DCC AND SECTION 122C PARAGRAPH 2 NO. 6 UMWG); TAX EFFECTIVE DATE	4 WIRKSAMKEITZEITPUNKT VERSCHMELZUNG; VERSCHMELZUNGSTICHTAG (ART. 2:312 ABS. 2(F) UND 2 (H) DCC UND § 122C ABS. 2 NR. 6 UMWG); STEUERLICHER ÜBERTRAGUNGSTICHTAG	4 EFFECTIEVE FUSIE MOMENT; INGANGSDATUM (ARTIKEL 2:312 LID 2 ONDER (F) EN (H) BW EN ARTIKEL 122C LID 2 NR. 6 UMWG); FISCALE INGANGSDATUM
4.1 In light of the implementation of the Merger, DIG will file an application with the commercial register of the local court (<i>Amtsgericht</i>) of Rostock, Germany, as the relevant commercial register of DIG's registered statutory seat, for entry of the fact that the pre-requisites for the Merger relevant to as to the Merger having been entered in the commercial register, shall be deemed a merger certificate. The entry in the register has to include the note that the Merger shall enter into force subject to the pre-requisites stipulated by the laws of the state governing the acquiring company in	4.1 Die DIG wird im Hinblick auf den Vollzug der Verschmelzung die Eintragung des Vorliegens der für die DIG maßgeblichen Verschmelzungsvoraussetzungen beim Handelsregister des Amtsgerichts Rostock, Deutschland, als dem am satzungsmäßigen Sitz der DIG zuständigen Handelsregister anmelden. Die Mitteilung über die Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister gilt als Verschmelzungsbescheinigung. Die Eintragung in das Register muss gemäß § 122k UmwG den Hinweis enthalten, dass die Verschmelzung unter den Voraussetzungen des	4.1 In het kader van de implementatie van de Fusie zal DIG een verzoek indienen bij het handelsregister van de lokale rechtbank (<i>Amtsgericht</i>) van Rostock, Duitsland, als het relevante handelsregister waar DIG haar statutaire zetel heeft, voor de inschrijving van het feit dat aan de voor DIG relevante voorwaarden voor de Fusie is voldaan. De kennisgeving dat de Fusie in het handelsregister is ingeschreven geldt als een fusie attest. De inschrijving in het register dient te vermelden dat de Fusie in werking treedt onder voorbehoud dat aan de voorwaarden van de wetgeving van de staat waar de

16

accordance with section 122k UmwG. The Merger will be effective at midnight (00:00 a.m. Central European Summer Time) at the beginning of the first day after the execution of the Dutch notarial deed of the Merger (the "Merger Effective Time") (<i>Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung</i>) in accordance with section 2:318 subsection 1 DCC and section 122a paragraph 2 in conjunction with section 20 UmwG. The Hive-Down will be effective at midnight (00:00 a.m. Central European Summer Time) at the beginning of the first day after the execution of the Dutch notarial deed of the Hive-Down (the "Hive-Down Effective Time") in accordance with section 2:334n subsection 1 DCC.	Rechts des Staates, dem die übernehmende Gesellschaft unterliegt, wirksam wird. Die Verschmelzung wird gemäß Art. 2:318 Abs. 1 DCC und § 122a Abs. 2 i.V.m. § 20 UmwG um Mitternacht (00:00 Uhr mitteleuropäischer Sommerzeit) zu Beginn des ersten Tages nach Vollzug der niederländischen notariellen Urkunde über die Verschmelzung (der "Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung") wirksam. Die Ausgliederung wird gemäß Art. 2:334n Abs. 1 DCC um Mitternacht (00:00 Uhr mitteleuropäischer Sommerzeit) zu Beginn des ersten Tages nach dem Vollzug der niederländischen notariellen Urkunde über die Ausgliederung (der "Wirksamkeitszeitpunkt Ausgliederung") wirksam.	verkliggende vennootschap haar zeteel heeft is voldaan overeenkomstig artikel 122k UmwG. De Fusie wordt van kracht om middernacht (00.00 uur Centraal Europese Zomer Tijd) aan het begin van de eerste dag na de dag van het passeren van de Nederlandse notariële akte van de Fusie (het "Effectieve Fusie Moment") (<i>Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung</i>) overeenkomstig artikel 2:318 lid 1 BW en artikel 122a lid 2 jo. artikel 20 UmwG. De middernacht (00.00 uur Centraal Europese Zomer Tijd) aan het begin van de eerste dag na de dag van het passeren van de Nederlandse notariële akte van de Afsplitsing (het "Effectieve Afsplitsing Moment") overeenkomstig artikel 2:334n lid 1 BW.
4.2 CTP shall therefore continue the activities of (the former) DIG as from the Merger Effective Time and subsequently CTP Germany shall continue such activities as from the Hive-Down Effective Time, whereby the activities of (the former) DIG are	4.2 CTP wird daher das Geschäft der (ehemaligen) DIG ab dem Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung fortsetzen und anschließend wird die CTP Germany dieses Geschäft ab dem Wirksamkeitszeitpunkt	4.2 CTP zal derhalve de activiteiten van (het voormalige) DIG voortzetten per het Effectieve Fusie Moment en vervolgens zal CTP Germany deze activiteiten voortzetten per het Effectieve Afsplitsing Moment, waarbij de activiteiten van (het

17

carried out through a German branch office of CTP Germany.	Ausgliederung fortsetzen, wobei das Geschäft der (ehemaligen) DIG durch eine deutsche Zweigniederlassung der CTP Germany geführt wird.	voormalige) DIG worden uitgevoerd via een Duitse branch van CTP Germany.
4.3 Between the Merging Companies it is furthermore agreed that, at the Merger Effective Time, the Merger will enter into effect retroactively for accounting purposes as from 1 April 2022 (the "Retroactive Effective Date") (<i>Verschmelzungsschichtag</i>) in accordance with section 122c paragraph 2 no. 6 UmwG. As a result, the financial information and transactions relating to the DIG Assets and Liabilities that will pass to CTP, will be accounted for in the financial statements of CTP, and following the Hive-Down Effective Time, will be accounted for in the financial statements of CTP Germany, as from the Retroactive Effective Date, with the DIG Assets and Liabilities being recorded only as from the Merger Effective Time in the financial statements of CTP, and as from the Hive-Down Effective Time in the financial statements of CTP Germany.	4.3 Zwischen den Verschmelzenden Gesellschaften ist ferner vereinbart, dass die Verschmelzung gemäß § 122c Abs. 2 Nr. 6 UmwG mit dem Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung für Zwecke der Rechnungslegung rückwirkend zum 1. April 2022 (der "Verschmelzungsschichtag") wirksam wird. Infolgedessen werden die Finanzinformationen und Transaktionen, die sich auf die DIG Aktiva und Passiva beziehen, die auf die CTP übergehen, ab dem Verschmelzungsschichtag in den Finanzinformationen der CTP verbucht, und nach dem Wirksamkeitszeitpunkt Ausgliederung in den Finanzinformationen der CTP Germany, wobei die DIG Aktiva und Passiva erst ab dem Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung in den Finanzinformationen der CTP und ab dem Wirksamkeitszeitpunkt Ausgliederung in den	4.3 Verder is tussen de Fuserende Vennootschappen overeengekomen dat, per het Effectieve Fusie Moment, de Fusie met terugwerkende kracht in werking treedt voor boekhoudkundige doeleinden vanaf 1 april 2022 (de "Ingangsdatum") (<i>Verschmelzungsschichtag</i>) overeenkomstig artikel 122 lid 2 nr. 6 UmwG. Dit heeft tot gevolg dat de financiële informatie en transacties met betrekking tot de DIG Activa en Passiva die overgaan op CTP, vanaf de Ingangsdatum zullen worden verantwoord in de financiële verslaggeving van CTP, en na het Effectieve Afsplitsing Moment, in de financiële verslaggeving van CTP Germany, waarbij de DIG Activa en Passiva pas vanaf het Effectieve Fusie Moment worden verantwoord in de financiële verslaggeving van CTP, en vanaf het Effectieve Afsplitsing Moment in de financiële verslaggeving van CTP Germany.

18

4.4 Hence, the Merger will have a retroactive effect for accounting purposes. Consequently, the current financial year of DIG, which commenced on 1 October 2021, will have ended on the day prior to the Retroactive Effective Date. Following the Merger Effective Time, any outstanding obligations in respect of the preparation and approval of DIG's annual accounts for the financial year ending on the day prior to the Retroactive Effective Date, will rest on CTP by operation of law. Following the Hive-Down Effective Time, such outstanding obligations will pass to, and subsequently rest on, CTP Germany, by operation of law.	Finanzinformationen der CTP Deutschland verbucht werden. 4.4 Daher wird die Verschmelzung für Rechnungszwecke rückwirkend wirksam. Folglich endet das laufende Geschäftsjahr der DIG, das am 1. Oktober 2021 begonnen hat, am Tag vor dem Verschmelzungstichtag. Nach dem Wirksamkeitszeitpunkt werden alle ausstehenden Verpflichtungen in Bezug auf die Erstellung und Genehmigung des Jahresabschlusses der DIG für das am Tag vor dem Verschmelzungstichtag endende Geschäftsjahr von Rechts wegen auf CTP übergehen. Nach dem Wirksamkeitszeitpunkt Ausgliederung gehen diese ausstehenden Verpflichtungen von Rechts wegen auf die CTP Germany über und verbleiben bei der CTP Germany.	4.4 De Fusie zal derhalve voor boekhoudkundige doeleinden terugwerkende kracht hebben. Daardoor zal het huidige boekjaar van DIG, dat op 1 oktober 2021 is begonnen, zijn geëindigd op de dag voorafgaand aan de Ingangsdatum. Vanaf het Effectieve Fusie Moment, zullen alle openstaande verplichtingen met betrekking tot het opstellen en goedkeuren van de jaarrekening van DIG voor het boekjaar dat eindigt op de dag voorafgaand aan de Ingangsdatum, van rechtswege op CTP rusten. Dergelijke verplichtingen gaan vanaf het Effectieve Afsplitsing Moment over op, en rusten dan vervolgens op, CTP Germany van rechtswege.
4.5 For German tax purposes, the tax effective date (<i>steuerlicher Übertragungsstichtag</i>) is 31 March 2022 (24:00 Central European Summer Time). For Dutch	4.5 Für Zwecke des deutschen Steuerrechts ist der steuerliche Übertragungsstichtag der 31. März 2022 (24:00 Uhr mitteleuropäischer Sommerzeit). Für	4.5 Voor Duitse fiscale doeleinden is het fiscale effectieve moment (<i>steuerlicher Übertragungsstichtag</i>) 31 maart 2022 (24:00 Centraal Europese Zomer Tijd). Voor

19

tax purposes, the tax effective date is 15 June 2022, end of day, unless it is agreed by CTP with the Dutch tax authorities that the effective day for Dutch corporate income tax purposes shall be 1 April 2022.	Zwecke des niederländischen Steuerrechts ist der steuerliche Übertragungsstichtag der Ablauf des 15. Juni 2022, soweit nicht die CTP mit den niederländischen Steuerbehörden vereinbart, dass der Übertragungsstichtag für Zwecke der niederländischen Körperschaftsteuer der 1. April 2022 sein soll.	Nederlandse fiscale doeleinden is het fiscale effectieve moment 15 juni 2022, einde van de dag, tenzij door CTP met de Nederlandse belastingdienst wordt overeengekomen dat de effectieve datum voor vennootschapsbelasting doeleinden 1 april 2022 zal zijn.
5 ARTICLES OF ASSOCIATION (SECTION 2:312 SUBSECTION 2(B) DCC AND SECTION 122C PARAGRAPH 2 NO. 9 UMWG)	5 SATZUNG (ART. 2:312 ABS. 2(B) DCC UND § 122C ABS. 2 NR. 9 UMWG)	5 STATUTEN (ARTIKEL 2:312 LID 2 ONDER (B) BW EN ARTIKEL 122C LID 2 NR. 9 UMWG)
On the date of these Terms of Merger, the articles of association of CTP read as set out in Annex A to these Terms of Merger. The articles of association of CTP shall not be amended on the occasion of the Merger. However, subject to the approval of the general meeting of CTP, which general meeting is to be held on 26 April 2022, the board of directors of CTP has proposed to change the corporate seat from Utrecht, the Netherlands, to Amsterdam, the Netherlands, by means of an amendment of the articles of association of CTP. CTP intends to effect the amendment to the articles of association of CTP prior to the Merger Effective Time, which articles of association shall as from that moment read in conformity with the text	Zum Datum dieses Verschmelzungsplans hat die Satzung der CTP den in Anlage A dieses Verschmelzungsplans wiedergegebenen Wortlaut. Die Satzung der CTP wird anlässlich der Verschmelzung nicht geändert. Vorbehaltlich der Zustimmung der Hauptversammlung der CTP, die am 26. April 2022 stattfinden soll, hat der Verwaltungsrat der CTP jedoch vorgeschlagen, durch eine Änderung der Satzung der CTP den Gesellschaftssitz von Utrecht, Niederlande, nach Amsterdam, Niederlande, zu verlegen. CTP beabsichtigt, dass die Änderung der Satzung vor dem Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung wirksam wird und die Satzung ab diesem Zeitpunkt den in Anlage B dieses	De statuten van CTP, zoals van kracht op de datum van dit Fusievoorstel, zijn aangehecht als Annex A bij dit Fusievoorstel. Ter gelegenheid van de Fusie zullen de statuten niet worden gewijzigd. Echter, onder voorbehoud van goedkeuring door de algemene vergadering van CTP, welke algemene vergadering zal worden gehouden op 26 april 2022, heeft het bestuur van CTP voorgesteld om de zetel van de vennootschap te wijzigen van Utrecht, Nederland, naar Amsterdam, Nederland via een statutenwijziging van CTP. CTP is voornemens de statutenwijziging van CTP door te voeren voorafgaand aan het Effectieve Fusie Moment, welke statuten vanaf dat moment zullen luiden conform de

20

included in Annex B to these Terms of Merger.	Verschmelzungsplans Wortlaut hat.	tekst opgenomen in Annex B bij dit Fusievoorstel.
6 TERMS OF GRANT OF SHARES, CANCELLATION OF SHARES, FRACTIONAL ENTITLEMENTS AND MEASURES IN CONNECTION WITH THE SHAREHOLDING IN CTP (SECTIONS 2:312 SUBSECTION 2(G) AND 2:326 SUBSECTIONS (A) AND (C) DCC AND SECTION 122C PARAGRAPH 2 NO. 2 AND NO. 3 UMWG)	6 BEDINGINGEN FÜR DIE GEWÄHRUNG VON AKTIEN, ERLÖSCHEN VON AKTIEN, AKTIENSPIITZEN UND MASSNAHMEN IM ZUSAMMENHANG MIT DER BETEILIGUNG AN CTP (ART. 2:312 ABS. 2(G) UND ART. 2:326 ABS A UND C DCC UND § 122C ABS. 2 NR. 2 UND NR. 3 UMWG)	6 VOORWAARDEN VOOR DE TOEKENNING VAN AANDELEN, INTREKKING VAN AANDELEN, RECHTEN OP FRACTIES EN MAATREGELEN IN VERBAND MET HET AANDELENBEZIT IN CTP (ARTIKEL 2:312 LID 2 ONDER (G) EN 2:326 ONDER (A) EN (C) BW EN ARTIKEL 122C LID 2 NR. 2 EN 3 UMWG)
6.1 At the Merger Effective Time:	6.1 Zum Verschmelzung werden:	6.1 Op het Effectieve Fusie Moment:
(a) for each issued and outstanding DIG Share (other than any DIG Share held by either DIG in treasury or held by CTP), 1.25 newly issued CTP Shares (the "Exchange Ratio") will be granted by the Merger becoming effective; and	(a) mit Verschmelzung der ausgegebene und im Umlauf befindliche DIG-Aktie (mit Ausnahme von DIG-Aktien, die von DIG als eigene Aktien oder von CTP gehalten werden) 1,25 neu ausgegebene CTP-Aktien (das „Umtauschverhältnis“) gewährt; und	(a) wordt voor ieder geplaatst en uitstaand DIG Aandeel (met uitzondering van elk DIG Aandeel dat door DIG in haar eigen kapitaal wordt gehouden of dat door CTP wordt gehouden) 1,25 nieuw uit te geven CTP Aandeel toegekend (de "Ruilverhouding") bij het van kracht worden van de Fusie; en

21

(b) all DIG Shares shall no longer be issued and outstanding, and shall cease to exist by operation of law, whereby the share certificates for the DIG Shares will represent the claims for delivery of the newly granted CTP Shares according to the Exchange Ratio, such in accordance with this article 6.1.	(b) sämtliche DIG-Aktien von Rechts wegen erlöschen und nicht länger als ausgegebene Aktien im Umlauf sein, wobei die Aktienurkunden für die DIG-Aktien den Anspruch auf Lieferung der neu gewährten CTP-Aktien gemäß des Umtauschverhältnisses, wie in dieser Ziffer 6.1 beschrieben, verbiefen,	(b) zullen alle DIG Aandelen niet langer geplaatst zijn en uitstaan en van rechtswege ophouden te bestaan, waarbij de aandeelbewijzen voor de DIG Aandelen de vorderingen tot levering van de nieuw toegekende CTP Aandelen zullen vertegenwoordigen overeenkomstig de Ruilverhouding, zulks in overeenstemming met dit artikel 6.1.
<i>provided that:</i>	<i>mit der Maßgabe, dass:</i>	<i>met dien verstande dat:</i>
(i) each DIG Share following the implementation of the Merger shall be exchanged for book-entry positions representing CTP Shares granted pursuant to the Merger in accordance with the Exchange Ratio, by inclusion in the book-entry deposit (<i>girodepot</i>) pursuant to section 34 of the Dutch Giro Securities Act (the "Book-Entry Deposit") and in accordance with the	(i) jede DIG-Aktie nach Durchführung der Verschmelzung in buchmäßige Anteilsrechte ungetauscht wird, die CTP-Aktien repräsentieren, welche infolge der Verschmelzung in Übereinstimmung mit dem Umtauschverhältnis gewährt wurden, und zwar durch Einbuchung in das Girodepot (das „Girodepot“) gemäß § 34 des niederländischen	(i) elk DIG Aandeel zal na de totstandkoming van de Fusie worden omgeruild voor girale posities die CTP Aandelen vertegenwoordigen welke zijn toegekend ingevolge de Fusie volgens de Ruilverhouding, opname in het girodepot overeenkomstig het bepaalde in artikel 34 Wet giroal effectenverkeer (het "Girodepot") en overeenkomstig de

22

provisions of the deed of delivery for exchange-listed registered shares dated 29 March 2021, entered into between, amongst others, CTP, ING Bank N.V., a public limited liability company under the laws of the Netherlands (<i>naamloze vennootschap</i>), with corporate seat in Amsterdam, the Netherlands, and with address at Bijlmerdreef 106, 1102 CT Amsterdam, the Netherlands, and Trade Register number 33031431, and Netherlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V., a private limited liability company under the laws of the Netherlands (<i>besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid</i>), with corporate seat in Amsterdam, the Netherlands, address at Herengracht 469, 1017 BS, Amsterdam, the Netherlands and Trade Register number 33149445 ("Euroclear Nederland"), in order to ensure delivery of the CTP	Grogesetzes und in Übereinstimmung mit den Bestimmungen der Urkunde über die Lieferung börsennotierter Namensaktien vom 29. März 2021, die unter anderem zwischen CTP, ING Bank N.V., einer Aktiengesellschaft nach niederländischem Recht (<i>naamloze vennootschap</i>) mit Sitz in Amsterdam, Niederlande, Geschäftsadresse Bijlmerdreef 106, 1102 CT Amsterdam, Niederlande, Handelsregisternummer 33031431, und Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V., einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach niederländischem Recht (<i>besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid</i>), mit Sitz in Amsterdam, Niederlande, Geschäftsadresse Herengracht 469, 1017 BS, Amsterdam, Niederlande, Handelsregisternummer	bepalingen in de leveringsakte van beursgenoteerde aandelen gedateerd 29 maart 2021, aangegaan door onder meer CTP, ING Bank N.V., een naamloze vennootschap naar Nederlands recht, statutair gevestigd in Amsterdam, Nederland, en met adres Bijlmerdreef 106, 1102 CT Amsterdam, Nederland, en handelsregisternummer 33031431, en Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V., een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid naar Nederlands recht, statutair gevestigd in Amsterdam, Nederland, met adres Herengracht 469, 1017 BS, Amsterdam, Nederland, en handelsregisternummer 33149445 ("Euroclear Nederland"), ten einde levering van de CTP Aandelen te verzorgen overeenkomstig artikel 41 Wet Giraal Effectenverkeer;
--	--	--

23

Shares pursuant to section 41 of the Giro Securities Act;	33149445 ("Euroclear Nederland") abgeschlossen wurde, um die Lieferung der CTP-Aktien gemäß § 41 des niederländischen Grogesetzes sicherzustellen;	(i) die buchmäßigen Anteilsrechte, die CTP-Aktien in Form von Namensaktien repräsentieren, von der Euronext Amsterdam in den Giroeffektenverkehr bei Euroclear Nederland in ihrer Eigenschaft als Zentralinstitut (<i>centraal instituut</i>) im Sinne von Art. 1 des niederländischen Gesetzes über den Giroverkehr mit Wertpapieren (<i>Wet giraal effectenverkeer</i> oder <i>Wge</i>) und als solches in der Eigenschaft als Verwalter und Verwahrer des bei Euroclear Nederland geführten Girodepots (<i>girodepot</i>) im Sinne von Art. 34 des niederländischen Gesetzes über den	(ii) de girale posities die CTP Aandelen op naam vertegenwoordigen, zullen worden geregistreerd door de effectenbeurs Euronext Amsterdam bij Euroclear Nederland, in haar hoedanigheid van centraal instituut in de zin van artikel 1 Wet Giraal Effectenverkeer (<i>Wge</i>), en als zodanig door Euroclear Nederland gehouden, handelend in haar hoedanigheid van beheerder en bewaarder van het Girodepot in de zin van artikel 34 Wet Giraal Effectenverkeer;
---	---	--	---

24

	Groverkehr Wertpapieren mit einbezogen werden;	
and	und	en
(iii) each DIG Share held in treasury by DIG and each DIG Share held by CTP, if any, shall be cancelled without consideration by operation of law in accordance with section 2:325 subsection 4 DCC. No CTP Shares will be cancelled in accordance with section 2:325 subsection 3 DCC,	(iii) jede DIG-Aktie, die von DIG als eigene Aktie gehalten wird, und jede DIG-Aktie, die gegebenenfalls von CTP gehalten wird, ohne Gegenleistung kraft Gesetzes gemäß Art. 2:325 Abs. 4 DCC erlischt. Keinerlei CTP-Aktien werden gemäß Art. 2:325 Abs. 3 DCC erlöschen,	(iii) elk DIG Aandeel dat DIG in haar eigen kapitaal houdt en elk DIG Aandeel dat wordt gehouden door CTP, voor zover van toepassing, zal van rechtswege worden tegenprestatie ingetrokken overeenkomstig artikel 2:325 lid 4 BW. Er zullen geen CTP Aandelen worden ingetrokken als bedoeld in artikel 2:325 lid 3 BW.
<u>provided that</u> no fractional CTP Shares shall be granted and any fractional entitlements of the DIG Shareholders individually with respect to CTP Shares held in book-entry form will be settled in connection with the Merger by each intermediary in the centralized depository and clearing systems of Euroclear Germany by (i) aggregating such fractional entitlements of such DIG Shareholders, (ii) selling the corresponding CTP Shares on behalf of such DIG Shareholders in the market for cash and subsequently (iii) distributing the net cash	<u>mit der Maßgabe</u> , dass keine Buchteile von CTP-Aktien gewährt werden und etwaige Aktienspitzen der einzelnen DIG-Aktionäre in Bezug auf die in buchmäßiger Form gehaltenen CTP-Aktien im Zusammenhang mit der Verschmelzung durch jeden Intermediär in den zentralen Verwahr- und Clearingsystemen von Euroclear Deutschland erfüllt werden durch (i) Zusammenrechnung solcher Aktienspitzen von DIG-Aktionären, (ii) den Verkauf entsprechender CTP-Aktien im Namen dieser DIG-Aktionäre am Markt	<u>met dien verstande dat</u> er geen fracties van CTP Aandelen zullen worden toegekend en dat eventuele rechten op fracties van de DIG Aandeelhouders afzonderlijk met betrekking tot in girale vorm gehouden CTP Aandelen zullen worden verrekend bij de Fusie door elke tussenpersoon in de gecentraliseerde bewaarnemings- en clearingssystemen van Euroclear Duitsland, door (i) dergelijke rechten op fracties van aandelen van DIG Aandeelhouders samen te voegen, (ii) de corresponderende CTP Aandelen namens

25

proceeds to such DIG Shareholders proportionate to each such DIG Shareholder's fractional entitlements, all in accordance with sections 122a, 72 UmwG in conjunction with sections 73, 226 German Stock Corporation Act (<i>Aktiengesetz</i>).	gegen Barzahlung und anschließend (iii) die Auskehrung des Nettoerlöses an diese DIG-Aktionäre im Verhältnis zu den auf jeden dieser DIG-Aktionäre entfallenden Aktienspitzen, alles gemäß §§ 122a, 72 UmwG in Verbindung mit §§ 73, 226 Aktiengesetz.	dergelijke DIG Aandeelhouders op de markt te verkopen tegen contanten en vervolgens (iii) de netto-opbrengst in contanten aan dergelijke DIG Aandeelhouders te distribueren naar rato van de rechten op fracties van aandelen van elke DIG Aandeelhouder, alles overeenkomstig artikelen 122a, 72 UmwG jo. artikelen 73, 226 Duitse wet op de beursvennootschappen (<i>Aktiengesetz</i>).
6.2 It is noted that, in the event where the aggregate number of CTP Shares to be granted pursuant to the Merger calculated in accordance with article 6.1(a) would not be a rounded number, the aggregate number of CTP Shares granted would be rounded down to the nearest full number and any fractional entitlement would be paid in cash. Such cash amount is to be calculated based on the stock market quotation upon the closing of the market of the CTP Shares on the last trading day before the day of the execution of the Dutch notarial deed of the Merger.	6.2 Es wird darauf hingewiesen, dass für den Fall, dass die gemäß Ziffer 6.1(a) berechnete Gesamtzahl der im Rahmen der Verschmelzung zu gewährenden CTP-Aktien keine ganze Zahl ist, die Gesamtzahl der gewährten CTP-Aktien auf die nächste volle Zahl abgerundet wird und jede Aktienspitze in bar ausgezahlt wird. Der Barbetrag ist auf der Grundlage des Börsenkurses der CTP-Aktie zum Börsenschluss am letzten Handelstag vor dem Tag des Vollzugs der niederländischen notariellen Urkunde über die Verschmelzung zu berechnen.	6.2 Het wordt opgemerkt in het geval dat het aantal ter gelegenheid van de Fusie toe te kennen CTP Aandelen berekend in overeenstemming met artikel 6.1(a) geen afgerond getal zou zijn, het totale aantal toegekende CTP Aandelen naar beneden wordt afgerond op het dichtstbijzijnde hele aantal, en enig recht op een fractie in contanten zal worden betaald, waarbij een dergelijk bedrag in contanten zal worden berekend op basis van de beurskoers van de CTP Aandelen bij sluiting van de markt op de laatste handelsdag vóór de dag van het verlijden van de Nederlandse notariële akte van de Fusie.
6.3 The share capital of CTP amounts to EUR 69,250,261.60 at the date of these Terms of Merger and is divided	6.3 Zum Datum dieses Verschmelzungsplans beträgt das Grundkapital der CTP	6.3 Het aandelenkapitaal van CTP bedraagt EUR 69.250.261,60 op de datum van dit Fusievoorstel en is

26

into 432.814,135 CTP Shares. For the purpose of implementing the Merger, the share capital of CTP shall be increased by EUR 1,225,534.40, by granting 7,659,590 new CTP Shares pursuant to article 6.1.	EUR 69.250.261,60 und ist in 432.814,135 CTP-Aktien eingeteilt. Zum Zwecke der Durchführung der Verschmelzung wird das Grundkapital der CTP um einen Betrag von EUR 1.225.534,40 durch Gewährung von 7.659.590 neuen CTP-Aktien nach Maßgabe von Ziffer 6.1 erhöht.	verdeeld in 432.814.135 CTP Aandelen. Teneinde de Fusie te implementeren zal het aandelenkapitaal worden verhoogd met EUR 1.225.534,40, door 7.659.590 nieuwe CTP aandelen toe te kennen overeenkomstig artikel 6.1.
6.4 Without prejudice to the foregoing, each DIG Shareholder that benefits from a fractional entitlement to a CTP Share may waive any cash consideration in respect thereto.	6.4 Unbeschadet des Vorstehenden kann jeder DIG-Aktionär, der einen Teilanspruch auf eine CTP-Aktie erwirbt, auf eine diesbezügliche Barvergütung verzichten.	6.4 Zonder afbreuk te doen aan het voorgaande, kan elke DIG Aandeelhouder die recht heeft op een fractie van een CTP Aandeel afstand doen van enige tegenprestatie in contanten met betrekking daartoe.
6.5 The total amount of cash payments that will be made by or for and on behalf of CTP pursuant to articles 6.1 and 6.2, may not exceed 10% of the aggregate nominal amount of the CTP Shares that will be granted pursuant to the Merger in accordance with section 2:325 subsection 2 DCC.	6.5 Der Gesamtbetrag der Barzahlungen, die von oder für und im Namen von CTP gemäß den Ziffern 6.1 und 6.2 geleistet werden, darf 10 % des Gesamtnennbetrags der CTP-Aktien, die im Rahmen der Verschmelzung gemäß Art. 2:325 Abs. 2 DCC gewährt werden, nicht überschreiten.	6.5 Het totale bedrag aan cash betalingen die door of voor en namens CTP overeenkomstig artikelen 6.1 en 6.2 zullen worden verricht, zal in totaal niet meer bedragen dan 10% van de totale nominale waarde van de CTP Aandelen die ter gelegenheid van de Fusie worden toegekend overeenkomstig artikel 2:325 lid 2 BW.
6.6 It is legally not required to appoint a trustee in accordance with sections 122a, 71 UmwG, because there will	6.6 Es ist rechtlich nicht erforderlich, einen Treuhänder gemäß §§ 122a, 71 UmwG zu bestellen, weil es für die im	6.6 De aanstelling van een trustee overeenkomstig artikelen 122a, 71 UmwG is wettelijk niet vereist, omdat

27

be no share certificates for the new CTP Shares to be granted to the DIG Shareholders in the course of the Merger and no additional cash payment. As a matter of utmost precaution, DIG appoints Team Treuhand GmbH as trustee in accordance with sections 122a, 71 UmwG to ensure the delivery of the CTP Shares calculated in accordance with article 6.1 as well as the cash payments calculated in accordance with articles 6.1 and 6.2 to the DIG Shareholders simultaneous (Zug-um-Zug) against the exchange of the DIG Shares, in case respective measures shall become necessary.	Zuge der Verschmelzung den DIG-Aktionären zu gewährenden neuen CTP-Aktien keine Aktienurkunden und auch keine bare Zuzahlung geben wird. DIG bestellt höchstvorsorglich die Team Treuhand GmbH als Treuhänder gemäß §§ 122a, 71 UmwG, um, sofern entsprechende Maßnahmen erforderlich werden sollten, die Lieferung der gemäß Ziffer 6.1 berechneten CTP-Aktien sowie der Barzahlungen an die DIG-Aktionäre Zug-um-Zug gegen Umtausch der DIG-Aktien sicherzustellen.	er geen aandeebewijzen voor de nieuwe CTP Aandelen zullen zijn die in het kader van de Fusie aan de DIG Aandeelhouders zullen worden toegekend en er geen aanvullende cashbetaling zal plaatsvinden. Bij wijze van uiterste voorzorgsmaatregel benoemt DIG Team Treuhand GmbH als trustee overeenkomstig artikel 122a, 71 UmwG om de levering in overeenstemming met artikel 6.1 evenals de cashbetalingen berekend in overeenstemming met artikelen 6.1 en 6.2 aan de DIG Aandeelhouders te doen tegen gelijktijdige (Zug-um-Zug) inwisseling van de DIG Aandelen, voor het geval dat de betreffende maatregelen noodzakelijk zouden worden.
6.7 Neither CTP nor DIG has shares without voting rights or shares without dividend rights, and therefore section 2:326 subsections (d) through (f) DCC do not apply.	6.7 Weder CTP noch DIG haben Aktien ohne Stimmrecht oder Aktien ohne Dividendenrecht, sodass Art. 2:326 Abs. (d) bis (f) DCC nicht anwendbar sind.	6.7 CTP noch DIG heeft stemrechtloze of winstrechtloze aandelen zodat artikel 2:326 onder (d) tot en met (f) BW niet van toepassing zijn.
6.8 No special right or restriction in CTP is to be granted to any holder of the CTP Shares, and no other classes of shares are to be issued by CTP, given that no such special rights or	6.8 Den Inhabern von CTP-Aktien sind keine besonderen Rechte oder Beschränkungen in Bezug auf die CTP zu gewähren, und es sind keine anderen Aktienklassen von der CTP	6.8 Er zal geen bijzonder recht of beperking in CTP worden toegekend aan enige houder van CTP Aandelen, en er zullen geen andere soorten aandelen worden uitgegeven door

28

restrictions or other classes of shares are currently in existence in DIG.	auszulegen, da derzeit keine solchen besonderen Rechte oder Beschränkungen oder andere Aktienklassen bei der DIG bestehen.	CTP, aangezien er thans geen dergelijke bijzondere rechten of beperkingen of andere soorten aandelen bestaan in DIG.
6.9 No measures are taken in connection with the fact that there will no longer be shareholdings in the capital of DIG other than included in these Terms of Merger. Any CTP Shares in book-entry form to be granted pursuant to the Merger shall be registered in the shareholders' register of CTP in Euroclear Nederland's account.	6.9 Es werden keine Maßnahmen im Zusammenhang damit getroffen, dass es kein Anteilseigentum am Kapital der DIG mehr geben wird, die nicht in diesem Verschmelzungsplan enthalten sind. Die im Rahmen der Verschmelzung zu gewährenden, in buchmäßiger Form gehaltenen CTP-Aktien werden in das Aktienregister der CTP in das Depot von Euroclear Nederland eingetragen.	6.9 Er worden geen maatregelen genomen in verband met het feit dat er geen houders meer van kapitaal van DIG zullen zijn dan die degenen in dit Fusievoorstel zijn opgenomen. Alle uit hoofde van de Fusie toe te kennen CTP Aandelen in girale vorm zullen worden ingeschreven in het aandeelhoudersregister van CTP voor rekening van Euroclear Nederland.
6.10 It shall be proposed to the general meeting of CTP to approve that the procedure for an improvement of the share exchange ratio in accordance with the provisions of the German Act on Valuation Proceedings under Corporate Law (<i>Spruchverfahrensgesetz</i>) shall be applicable. Subject to such approval, sections 14 paragraph 2, 15, 122h paragraph 2 UmwG apply and each DIG Shareholder is entitled to demand that CTP provides compensation by an additional cash payment, if the share exchange ratio	6.10 Der Hauptversammlung der CTP wird vorgeschlagen, der Anwendung des Verfahrens zur Verbesserung des Umtauschverhältnisses nach den Vorschriften des deutschen Spruchverfahrensgesetzes zuzustimmen. Vorbehaltlich dieser Zustimmung sind die §§ 14 Abs. 2, 15, 122h UmwG anwendbar und, soweit das Umtauschverhältnis für die DIG-Aktionäre zu niedrig bemessen ist oder die gewährten CTP-Aktien keinen ausreichenden Gegenwert für die DIG-Aktien darstellen, kann jeder DIG-Aktionär	6.10 Aan de algemene vergadering van CTP zal worden voorgesteld goed te keuren dat de procedure voor een verbetering van de ruilverhouding overeenkomstig de bepalingen van de Duitse Wet op de Waarderingsprocedures (<i>Spruchverfahrensgesetz</i>) van toepassing is. Onder voorbehoud van een dergelijke goedkeuring zijn artikelen 14 lid 2, 15, 122h lid 2 UmwG van toepassing en heeft elke DIG Aandeelhouder het recht om te verlangen dat CTP compensatie biedt door middel van een extra betaling in

29

is set at too low a value or the granted CTP Shares are not sufficient as consideration for the DIG Shares. The appropriate additional payment is determined by the court in accordance with the provisions of the German Act on Valuation Proceedings under Corporate Law (<i>Spruchverfahrensgesetz</i>) upon petition by the respective DIG Shareholder.	von der CTP einen Ausgleich durch bare Zuzahlung verlangen. Die angemessene Zuzahlung wird auf Antrag des jeweiligen DIG-Aktionärs durch das Gericht nach den Vorschriften des deutschen Spruchverfahrensgesetzes bestimmt.	cash, indien de ruilverhouding op een te lage waarde is vastgesteld of de toegekende CTP Aandelen niet voldoende zijn als tegenprestatie voor de DIG Aandelen. De passende aanvullende betaling wordt door de rechtbank vastgesteld overeenkomstig de bepalingen van de Duitse Wet op de Waarderingsprocedures (<i>Spruchverfahrensgesetz</i>) op verzoek van de betreffende DIG Aandeelhouder.
---	---	---

30

7	ENTITLEMENT TO PROFITS (SECTION 2:326 SUBSECTION (B) DCC AND SECTION 122C PARAGRAPH 2 NO. 5 UMWG)	7	RECHT AUF BETEILIGUNG AM GEWINN (ART. 2:326 ABS. B DCC UND § 122C ABS. 2 NR. 5 UMWG)	7	WINSTRECHT (ARTIKEL 2:326 ONDER (B) BW EN ARTIKEL 122C LID 2 NR. 5 UMWG)
7.1	The DIG Shareholders, who receive CTP Shares in accordance with article 6.1(a), will be entitled to share in the profits of CTP as from the Merger Effective Time.	7.1	Die DIG-Aktionäre, die CTP-Aktien gemäß Ziffer 6.1(a) erhalten, sind ab dem Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung an den Gewinnen der CTP beteiligt.	7.1	De DIG Aandeelhouders, die CTP Aandelen verkrijgen overeenkomstig artikel 6.1(a), hebben met ingang van het Effectieve Fusie Moment recht om te delen in de winst van CTP.
7.2	The CTP Shares, to be granted upon the Merger, will be fully paid up and rank pari passu in all respects, including profit rights, with all other CTP Shares issued and outstanding at the Merger Effective Time.	7.2	Die im Zuge der Verschmelzung zu gewährenden CTP-Aktien werden voll eingezahlt und in jeder Hinsicht, einschließlich der Gewinnanteilsberechtigung, mit allen anderen zum Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung ausgegebenen und in Umlauf befindlichen CTP-Aktien gleichrangig sein.	7.2	De CTP Aandelen, die bij de Fusie worden toegekend, zullen volledig volgestort zijn en in alle opzichten, inclusief winstrechten, van gelijke rang zijn als alle andere CTP Aandelen die op het Effectieve Fusie Moment zijn geplaatst en uitstaan.
8	CASH COMPENSATION FOR OBJECTING DIG SHAREHOLDERS	8	BARABFINDUNG FÜR WIDERSPRECHENDE AKTIONÄRE	8	CASH VERGOEDING VOOR BEZWAARMAKENDE AANDEELHOUDERS
8.1	In case a DIG Shareholder objects to the resolution on the Merger on record (<i>Widerspruch zur Niederschrift erklärt</i>) in DIG's general meeting, DIG hereby makes the following cash compensation offer (<i>Abfindungsangebot</i>) in accordance	8.1	Für den Fall, dass ein DIG-Aktionär in der DIG-Hauptversammlung Widerspruch zur Niederschrift erklärt, unterbreitet DIG hiermit das folgende Abfindungsangebot gemäß § 122i UMWG:	8.1	Indien een DIG Aandeelhouder tijdens de algemene vergadering van DIG bezwaar maakt tegen het besluit tot Fusie en dit bezwaar laat opnemen in de notulen (<i>Widerspruch zur Niederschrift erklärt</i>), doet DIG hierbij het volgende

31

with section 122i UmwG:			compensatieaanbod in cash (<i>Abfindungsangebot</i>) overeenkomstig artikel 122i UmwG:
(i) DIG acquires the DIG Shares or, upon effectiveness of the Merger, CTP acquires the CTP Shares, held by a DIG Shareholder, who objects to the resolution on the Merger on record (<i>Widerspruch zur Niederschrift erklärt</i>) in DIG's general meeting to be held on 9 June 2022, and undertakes to pay, as consideration for such acquisition, to such objecting DIG Shareholder a cash compensation in the amount of EUR 24.29 for each DIG Share or, upon effectiveness of the Merger, to pay such amount for the corresponding number of CTP Shares granted in accordance with article 6.1 ("Cash Compensation");	(i) DIG erwirbt die DIG-Aktien oder, nach Wirksamwerden der Verschmelzung, CTP die CTP-Aktien, die von einem DIG-Aktionär gehalten werden, der in der am 9. Juni 2022 stattfindenden Hauptversammlung von DIG gegen den Verschmelzungsbeschluss Widerspruch zur Niederschrift erklärt hat, und verpflichtet sich, als Gegenleistung für diesen Erwerb an den widersprechenden DIG-Aktionär eine Barabfindung in Höhe von EUR 24,29 für jede DIG-Aktie zu zahlen oder, nach Wirksamwerden der Verschmelzung, diesen Betrag für die entsprechende Anzahl von CTP-Aktien zu zahlen, die gemäß Ziffer 6.1 gewählt wurden („Barabfindung“);	(i) DIG verkrijgt de DIG Aandelen of, na de inwerkingtreding van de Fusie, verkrijgt CTP de CTP Aandelen, die worden gehouden door een DIG Aandeelhouder die bezwaar maakt tegen het besluit over de fusie bij proces-verbaal (<i>Widerspruch zur Niederschrift erklärt</i>) in de algemene vergadering van DIG op 9 juni 2022, en verbindt zich ertoe om als tegenprestatie voor deze verkrijging aan een dergelijke bezwaarmakende DIG Aandeelhouder een cashvergoeding te betalen van EUR 24,29 voor elk DIG Aandeel of, na de inwerkingtreding van de Fusie, dat bedrag voor de corresponderende CTP Aandelen toegekend overeenkomstig artikel 6.1 ("Cash Vergoeding");	

32

(ii)	DIG bears the costs of the respective acquisition in case DIG acquires the DIG Shares and, following the Merger Effective Time, CTP bears the costs of the respective acquisition in case CTP acquires the CTP Shares held by a (former) DIG Shareholder;	(ii)	DIG trägt die Kosten des jeweiligen Erwerbs, wenn DIG die DIG-Aktien erwirbt, und nach dem Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung trägt CTP die Kosten des jeweiligen Erwerbs, wenn CTP die von einem (früheren) DIG-Aktionär gehaltenen CTP-Aktien erwirbt;	(ii)	DIG draagt de kosten van de betreffende verkrijging in het geval DIG de DIG Aandelen verkrijgt en, na het Effectieve Fusie Moment, draagt CTP de kosten van de betreffende verkrijging in het geval CTP de CTP Aandelen verkrijgt die door een (voormalig) DIG Aandeelhouder worden gehouden;
(iii)	the Cash Compensation accrues interest in the amount of five (5) percentage points above the respective base interest rate (<i>Basiszinssatz</i>) per annum pursuant to section 247 of the German Civil Code (<i>Bürgerliches Gesetzbuch – "BGB"</i>) from the Merger Effective Time in accordance with the legal provisions applicable to CTP;	(iii)	die Barabfindung ist ab dem Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung nach den für CTP geltenden gesetzlichen Bestimmungen mit fünf (5) Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz pro Jahr gemäß § 247 des Bürgerlichen Gesetzbuchs („BGB“) zu verzinsen;	(iii)	de Cash Vergoeding bouwt rente op van vijf (5) procentpunten boven de respectievelijke basisrentevoet (<i>Basiszinssatz</i>) per jaar op grond van artikel 247 van het Duitse Burgerlijk Wetboek (<i>Bürgerliches Gesetzbuch – "BGB"</i>) vanaf het Effectieve Fusie Moment in overeenstemming met de wettelijke bepalingen die op CTP van toepassing zijn;
(iv)	it shall be equivalent to the aforementioned objection on record if a DIG Shareholder who has not attended the	(iv)	dem vorgenannten Widerspruch steht es gleich, wenn ein DIG-Aktionär, der nicht an der	(iv)	gelijgesteld met het hiervoor genoemde bezwaar in de notulen worden de gevallen dat een DIG Aandeelhouder

33

general meeting was wrongfully not admitted to such general meeting of DIG, or if the general meeting has not been properly convened, or if no proper notice has been published of the subject matter of the resolution to be adopted; and	Hauptversammlung teilgenommen hat, zu Unrecht nicht zu dieser Hauptversammlung der DIG zugelassen wurde oder wenn die Hauptversammlung nicht ordnungsgemäß einberufen wurde oder wenn keine ordnungsgemäße Mitteilung über den Gegenstand der Beschlussfassung veröffentlicht wurde; und	die de algemene vergadering niet heeft bijgewoond, ten onrechte niet tot die algemene vergadering van DIG is toegelaten, of als de algemene vergadering niet op de juiste wijze is opgeroepen, of als er geen behoorlijke aankondiging is gepubliceerd van het onderwerp van het te nemen besluit; en
(v) the Cash Compensation offer can only be accepted within a period of two months after the Merger Effective Time or, in the case of a petition to the court to determine the appropriate cash compensation in accordance with the regulations set out in the German Act on Valuation Proceedings under Corporate Law (<i>Spruchverfahrensgesetz</i>), within a period of two months after the publication of such court decision in the German Federal Gazette (<i>Bundesanzeiger</i>) as provided for in sections 122i	(v) das Abfindungsangebot kann gemäß §§ 122i und 31 UmwG nur innerhalb einer Frist von zwei Monaten nach dem Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung oder, wenn ein Antrag auf Bestimmung der angemessenen Barabfindung durch das Gericht nach den Vorschriften des Spruchverfahrensgesetzes gestellt worden ist, innerhalb einer Frist von zwei Monaten nach der Bekanntmachung dieser Entscheidung des Gerichts im Bundesanzeiger, angenommen werden.	(v) het bod tot Cash Vergoeding kan slechts worden aanvaard binnen een termijn van twee maanden na het Effectieve Fusie Moment of, in geval van een verzoek aan de rechtbank om de gepaste cashvergoeding vast te stellen overeenkomstig de voorschriften van de Duitse Wet op de Waarderingsprocedures in het kader van het Vennootschapsrecht (<i>Spruchverfahrensgesetz</i>), binnen een termijn van twee maanden na de publicatie van een dergelijke uitspraak van de rechtbank in het

34

and 31 UmwG.		Duitse (Bundesanzeiger) zoals bepaald in artikel 122i en 31 UmwG.
8.2 The Cash Compensation has been determined by the board of directors of CTP and the management board of DIG jointly on the basis of the valuation report issued by ValueTrust. IVA Valuation & Advisory AG as court appointed independent merger auditor pursuant to sections 122i, 30, 10 UmwG has audited the adequacy of the Cash Compensation in accordance with sections 122f, 122i, 30 and 12 UmwG and shall provide a report thereon on or around the date of these Terms of Merger.	8.2 Die Barabfindung wurde vom Verwaltungsrat der CTP und dem Vorstand der DIG gemeinsam auf der Grundlage des Bewertungsgutachtens von ValueTrust bestimmt. Die IVA Valuation & Advisory AG als gerichtlich bestellter unabhängiger Verschmelzungsprüfer gemäß §§ 122i, 30, 10 UmwG hat die Angemessenheit der Barabfindung gemäß §§ 122f, 122i, 30 und 12 UmwG geprüft und wird hierüber am oder um das Datum dieses Verschmelzungsplans herum Bericht erstatten.	8.2 De Cash Vergoeding is door het bestuur van CTP en het bestuur van DIG gezamenlijk vastgesteld op basis van het door ValueTrust uitgebrachte waarderingsrapport. IVA Valuation & Advisory AG als door de rechtbank aangestelde onafhankelijke fusie-accountant overeenkomstig artikelen 122i, 30, 10 UmwG heeft gecontroleerd of de Cash Vergoeding passend is, overeenkomstig de artikelen 122f, 122i, 30 en 12 UmwG en zal daarover op of rond de datum van dit Fusievoorstel verslag uitbrengen.
8.3 It shall be proposed to the general meeting of CTP to authorise the board of directors of CTP to acquire any CTP Shares from (former) DIG Shareholders entitled to receive the Cash Compensation following the Merger Effective Time.	8.3 Der Hauptversammlung der CTP wird vorgeschlagen, den Verwaltungsrat der CTP zu ermächtigen, CTP-Aktien von (früheren) DIG-Aktionären zu erwerben, die nach dem Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung Anspruch auf die Barabfindung haben.	8.3 Het zal worden voorgesteld aan de algemene vergadering van CTP om het bestuur van CTP te machtigen om CTP Aandelen te verkrijgen van (voormalig) DIG Aandeelhouders die recht hebben op de Cash Vergoeding na het Effectieve Fusie Moment.
8.4 It shall be proposed to the general	8.4 Der Hauptversammlung der CTP wird	8.4 Aan de algemene vergadering van

35

meeting of CTP, to the extent required, to approve that the procedure for a court review of the cash compensation in accordance with the provisions of the German Act on Valuation Proceedings under Corporate Law (Spruchverfahrensgesetz) shall be applicable. Subject to such approval, sections 32, 34, 122i paragraph 2 UmwG apply and each DIG Shareholder is entitled to demand the determination of an appropriate cash compensation, if the offered cash compensation is too low. The appropriate cash compensation is determined by the court in accordance with the provisions of the German Act on Valuation Proceedings under Corporate Law (Spruchverfahrensgesetz) upon petition by the respective DIG Shareholder.	vorgeschlagen, soweit erforderlich der Anwendung des Verfahrens zur Nachprüfung der Barabfindung nach den Vorschriften des deutschen Spruchverfahrensgesetzes zuzustimmen. Vorbehaltlich dieser Zustimmung sind die §§ 32, 34, 122i Abs. 2 UmwG anwendbar und, soweit die Barabfindung zu niedrig bemessen ist, kann jeder DIG-Aktionär die Bestimmung einer angemessenen Barabfindung verlangen. Die angemessene Barabfindung wird auf Antrag des jeweiligen DIG-Aktionärs durch das Gericht nach den Vorschriften des deutschen Spruchverfahrensgesetzes bestimmt.	CTP zal worden voorgesteld, voor zover vereist, goed te keuren dat de procedure voor een rechterlijke toetsing van de cash vergoeding overeenkomstig de bepalingen van de Duitse Wet op de Waarderingsprocedures (Spruchverfahrensgesetz) van toepassing is. Onder voorbehoud van een dergelijke goedkeuring zijn artikelen 32, 34, 122i lid 2 UmwG van toepassing en heeft elke DIG Aandeelhouder het recht de vaststelling van een passende vergoeding te verlangen, indien de aangeboden cash vergoeding te laag is. De gepaste cash vergoeding wordt door de rechtbank vastgesteld overeenkomstig de bepalingen van de Duitse Wet op de Waarderingsprocedures (Spruchverfahrensgesetz) op verzoek van de betreffende DIG Aandeelhouder.
9 INFORMATION ON THE VALUATION OF THE ASSETS AND LIABILITIES TO BE TRANSFERRED AND THE FINANCIAL STATEMENTS USED FOR THE DETERMINATION OF THE MERGER CONDITIONS	9 ANGABEN ZUR BEWERTUNG DES ZU ÜBERTRAGENDEN AKTIV- UND PASSIVVERMÖGENS SOWIE ZU DEN BILANZEN, DIE ZUR FESTLEGUNG DER BEDINGUNGEN DER VERSCHMELZUNG VERWENDET	9 INFORMATIE OVER DE WAARDERING VAN DE ACTIVA EN PASSIVA DIE OVERGAAN EN DE FINANCIËLE VERSLAGGEVING DIE WORDT GEBRUIKT VOOR HET VASTSTELLEN VAN DE FUSIEVOORWAARDEN (ARTIKEL

36

(SECTION 2:333D SUBSECTIONS (D) AND (E) DCC AND SECTION 122C PARAGRAPH 2 NO. 11 AND NO. 12 UMWG)	WERDEN (ART. 2:333D ABS. (D) UND (E) DCC UND § 122C ABS. 2 NR. 11 UND NR. 12 UMWG)	2:333D ONDER (D) EN (E) BW EN ARTIKEL 122C LID 2 NRS. 11 EN 12 UMWG)
9.1 The DIG Assets and Liabilities to be transferred to CTP pursuant to the Merger have been valued at book value.	9.1 Die gemäß der Verschmelzung auf die CTP zu übertragenden DIG Aktiva und Passiva wurden auf Grundlage der Buchwerte bewertet.	9.1 De DIG Activa en Passiva die ingevolge de Fusie zullen overgaan naar CTP, zijn gewaardeerd tegen boekwaarde.
9.2 The transfer of the DIG Assets and Liabilities to CTP shall, from a German tax and accounting perspective, be effected on the date of the closing balance sheet of DIG as of 31 March 2022, end of day (24:00 Central European Summer Time). The DIG Assets and Liabilities are to be accounted for at book values according to section 11 paragraph 2 German Tax Conversion Act (<i>Umwandlungssteuergesetz</i> – “UmwStG”) in the tax closing balance sheet of DIG as of 31 March 2022 end of day (24:00 Central European Summer Time). CTP as legal successor of DIG will file an appropriate application for book value continuation with the tax office responsible for DIG pursuant to section 11 paragraph 2 sentence 1, paragraph 3 in connection with	9.2 Die Übertragung der DIG Aktiva und Passiva auf die CTP erfolgt aus deutscher steuerlicher und buchhalterischer Sicht zum Datum der Schlussbilanz der DIG zum Ablauf des 31. März 2022 (24:00 Uhr mitteleuropäischer Sommerzeit). Die DIG Aktiva und Passiva sind in der steuerlichen Schlussbilanz der DIG zum Ablauf des 31. März 2022 (24:00 Uhr mitteleuropäischer Sommerzeit) mit den Buchwerten gemäß § 11 Abs. 2 Umwandlungssteuergesetz („UmwStG“) anzusetzen. CTP als Rechtsnachfolgerin der DIG wird bei dem für die DIG zuständigen Finanzamt einen entsprechenden Antrag auf Buchwertfortführung gemäß § 11 Abs. 2 Satz 1, Abs. 3 in Verbindung mit § 3 Abs. 2 Satz 2 UmwStG stellen.	9.2 De overdracht van de DIG Activa en Passiva aan CTP zal, vanuit een Duits fiscaal en een accounting perspectief, worden verwerkt op de datum van de eindbalans van DIG per 31 maart 2022, einde van de dag (24:00 Centraal Europese Tijd). De DIG Activa en Passiva worden opgenomen tegen de boekwaarde overeenkomstig artikel 11 lid 2 van de Duitse wet inzake fiscale omzetting (<i>Umwandlungssteuergesetz</i> – “UmwStG”) in de fiscale eindbalans van DIG per 31 maart 2022, einde van de dag (24:00 Centraal Europese Zomer Tijd). CTP zal als rechtsopvolger van DIG bij het voor DIG bevoegde belastingkantoor een passend verzoek tot voortzetting van de boekwaarde indienen overeenkomstig artikel 11 lid 2 onder

37

section 3 paragraph 2 sentence 2 UmwStG.		1 en lid 3 jo. artikel 3 lid 2 onder 2 UmwStG.
9.3 CTP as the acquiring company shall record the DIG Assets and Liabilities transferred to it at book values under IFRS in its financial statements.	9.3 CTP als übernehmende Gesellschaft wird die auf sie übertragenen DIG Aktiva und Passiva zu Buchwerten nach IFRS in ihren Finanzinformationen erfassen.	9.3 CTP zal als de verkrijgende vennootschap de aan haar overgedragen DIG Activa en Passiva tegen boekwaarde op basis van IFRS in haar financiële verslaggeving opnemen.
9.4 The last adopted annual accounts of CTP, ending on 31 December 2021, and the interim balance sheet of DIG, ending on 31 January 2022, are used to establish the conditions of the Merger.	9.4 Der letzte festgestellte Jahresabschluss der CTP zum 31. Dezember 2021 und die Zwischenbilanz der DIG zum 31. Januar 2022 werden verwendet, um die Bedingungen der Verschmelzung festzulegen.	9.4 De laatste vastgestelde jaarrekening van CTP, eindigend op 31 december 2021, en de tussentijdse vermogensopstelling van DIG, eindigend op 31 januari 2022, zijn gebruikt om de voorwaarden van de Fusie vast te stellen.
10 GOODWILL AND DISTRIBUTABLE RESERVES (SECTION 2:312 SUBSECTION 4 DCC)	10 GESCHÄFTSWERT UND AUSSCHÜTTUNGSFÄHIGE RÜCKLAGEN (ART. 2:312 ABS. 4 DCC)	10 GOODWILL EN UITKEERBARE RESERVES (ARTIKEL 2:312 LID 4 BW)
It is expected that the Merger will have no impact on the amount of goodwill of CTP. It is expected that, as a result of the Merger, the distributable reserves, including the share premium reserve, of CTP shall increase with the fair market value of the DIG Assets and Liabilities, to the extent this relates to DIG Shares held by DIG Shareholders immediately prior to the Merger. Effective	Es wird erwartet, dass sich die Verschmelzung nicht auf die Höhe des Geschäfts- oder Firmenwerts von CTP auswirkt. Es wird erwartet, dass die ausschüttungsfähigen Rücklagen von CTP, einschließlich der Rücklagen aus Zuzahlungen zum Ausgabebetrag (Ago), sich infolge der Verschmelzung um den Marktwert der DIG Aktiva und Passiva in Bezug auf die	De Fusie heeft naar verwachting geen gevolgen voor het bedrag aan goodwill van CTP. Naar verwachting zullen de uitkeerbare reserves inclusief de agioreserve van CTP als gevolg van Fusie verhoogd worden met de waarde economisch verkeer van de DIG Activa en Passiva, voor zover het ziet op DIG Aandelen gehouden door de DIG Aandeelhouders direct voorafgaand aan het

38

Time, reduced by an amount equal to the aggregate nominal value of the CTP Shares to be granted pursuant to the Exchange Ratio.	DIG-Aktien, die von den DIG-Aktionären unmittelbar vor dem Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung gehalten werden, abzüglich des Gesamtnennbetrags der CTP-Aktien, die entsprechend des Umtauschverhältnisses gewährt werden, erhöhen.	Effectieve Fusie Moment, verminderd met een bedrag gelijk aan de gezamenlijke nominale waarde van de CTP aandelen die ingevolge de Ruilverhouding worden toegekend.
11 BOARD COMPOSITION OF CTP (SECTION 2:312 SUBSECTION 2(E) DCC) AND COMPOSITION OF MANAGEMENT BOARD AND SUPERVISORY BOARD OF DIG	11 ZUSAMMENSETZUNG DES VERWALTUNGSRATS DER CTP (ART. 2:312 ABS. 2(E) DCC) UND DES VORSTANDS UND DES AUFSICHTSRATS DER DIG	11 SAMENSTELLING BESTUUR VAN CTP (ARTIKEL 2:312 LID 2 ONDER (E) BW) EN VAN HET BESTUUR VAN DIG EN VAN DE RAAD VAN COMMISSARISSEN VAN DIG
11.1 No changes are intended to occur in the composition of the board of directors of CTP as a result of the Merger, and thus the Merger will not have any impact on gender representation.	11.1 Es ist nicht beabsichtigt, die Zusammensetzung des Verwaltungsrats der CTP infolge der Verschmelzung zu ändern, sodass die Verschmelzung keine Auswirkungen auf die Geschlechterquote haben wird.	11.1 Het voornemen bestaat om in de samenstelling van het bestuur van CTP geen wijzigingen aan te brengen ten gevolge van de Fusie, en derhalve zal de Fusie geen gevolgen hebben voor de gendervertegenwoordiging.
11.2 It is intended to amend the composition of the management board of DIG prior to the Merger Effective Time, as a result of which it shall compose as follows:	11.2 Es ist beabsichtigt, dass sich die Zusammensetzung des Vorstands der DIG vor dem Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung ändert und sich der Vorstand der DIG infolge dessen wie folgt zusammensetzt:	11.2 Het voornemen bestaat de samenstelling van het bestuur van DIG voor het Effectieve Fusie Moment te wijzigen, als gevolg waarvan het als volgt zal zijn samengesteld:
(i) Remon Leonard Vos	(i) Remon Leonard Vos	(i) Remon Leonard Vos

39

(ii) Richard John Wilkinson.	(ii) Richard John Wilkinson.	(ii) Richard John Wilkinson.
11.3 It is intended that the composition of the supervisory board of DIG shall be amended prior to the Merger Effective Time and shall compose as follows:	11.3 Es ist beabsichtigt, dass sich die Zusammensetzung des Aufsichtsrats der DIG vor dem Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung ändert und sich der Aufsichtsrat der DIG infolge dessen wie folgt zusammensetzt:	11.3 Het voornemen bestaat de samenstelling van de raad van commissarissen van DIG voor het Effectieve Fusie Moment te wijzigen, als gevolg waarvan het als volgt zal zijn samengesteld:
(i) Barbara Antonia Knoflach	(i) Barbara Antonia Knoflach	(i) Barbara Antonia Knoflach
(ii) Susanne Eickermann-Riepe	(ii) Susanne Eickermann-Riepe	(i) Susanne Eickermann-Riepe
(iii) Gerardus Wenceslaus Ignatius Maria van Kesteren.	(iii) Gerardus Wenceslaus Ignatius Maria van Kesteren.	(ii) Gerardus Wenceslaus Ignatius Maria van Kesteren.
12 BENEFITS (SECTION 2:312 SUBSECTION 2(D) DCC AND SECTION 122C PARAGRAPH 2 NO. 8 UMWG)	12 BESONDERE VORTEILE (ART. 2:312 ABS. 2(D) DCC UND § 122C ABS. 2 NR. 8 UMWG)	12 VOORDELEN (ARTIKEL 2:312 LID 2 ONDER (D) BW EN ARTIKEL 122C LID 2 NR. 9 UMWG)
Neither the executive directors or non-executive directors of CTP, nor the management board members or supervisory board members of DIG, nor the experts auditing these Terms of Merger, nor any third person involved with the proposed Merger, have obtained or shall obtain any benefit in connection with the Merger within the meaning of section 2:312 subsection 2 under d DCC and section 122c paragraph 2 no. 8	Weder die geschäftsführenden (executive) Direktoren und die nicht-geschäftsführenden (non-executive) Direktoren der CTP, noch die Mitglieder des Vorstands oder des Aufsichtsrats der DIG, noch die Sachverständigen, die diesen Verschmelzungsplan prüfen, noch Dritte, die an der geplanten Verschmelzung beteiligt sind, haben im Zusammenhang mit der Verschmelzung Vorteile im Sinne von	Noch aan de uitvoerende bestuurders of niet-uitvoerende bestuurders van CTP, noch aan de bestuurders of commissarissen van DIG, noch aan de deskundigen die dit Fusievoorstel controleren, noch aan enige derde persoon die betrokken is bij de voorgenomen Fusie is of zal enig voordeel (worden) toegekend in verband met de Fusie zoals bedoeld in artikel 2:312 lid 2 onder (d) BW en artikel 122c, lid 2 nr. 8 UmwG.

40

UmwG.	Art. 2:312 Abs. 2 d DCC und § 122c Abs. 2 Nr. 8 UmwG erhalten und sollen auch keine solchen erhalten.	
13	SPECIAL RIGHTS (SECTION 2:312 SUBSECTION 2(C) DCC AND SECTION 122C PARAGRAPH 2 NO. 7 UMWG)	13 SONDERRECHTE (ART. 2:312 ABS. 2(C) DCC UND § 122C ABS. 2 NR. 7 UMWG)
13.1	There are no natural persons or legal entities which other than as shareholder have special rights as referred to in section 2:320 in conjunction with section 2:312 subsection 2 under c DCC towards DIG, such as a right to receive a distribution of profits or to acquire shares, as a result of which no rights or compensatory payments as referred to in the above mentioned sections shall have to be granted.	13.1 Es gibt weder natürliche Personen noch juristische Personen bzw. sonstige Rechtsträger, die – außer als Aktionäre – besondere Rechte im Sinne von Art. 2:320 in Verbindung mit Art. 2:312 Abs. 2 c DCC gegenüber der DIG haben, wie z.B. ein Recht auf Gewinnausschüttung oder auf den Erwerb von Aktien, sodass keine Rechte oder Ausgleichszahlungen im Sinne der vorgenannten Artikel gewährt werden müssen.
13.2	Neither the shareholders of DIG, nor the shareholders of CTP have special rights and there are no holders of other securities within the meaning of section 122c paragraph 2 no. 7 UmwG and thus no special rights	13.2 Weder den Aktionären der DIG noch den Aktionären der CTP stehen Sonderrechte zu und es gibt auch keine Inhaber anderer Wertpapiere im Sinne des § 122c Abs. 2 Nr. 7 UmwG, sodass keine Sonderrechte

41

	shall be granted and no other measures are intended in this regard.	gewährt werden und auch keine anderen Maßnahmen in diesem Zusammenhang vorgesehen sind.	rechten worden verleend en zijn geen andere maatregelen in dit verband voortgenomen.
14	EFFECT OF THE MERGER ON EMPLOYMENT AND THE INFORMATION ON THE EMPLOYEE PARTICIPATION PROCEDURE (SECTION 2:333D SUBSECTION B DCC AND SECTION 122C PARAGRAPH 2 NO. 4 AND NO. 10 UMWG)	14 AUSWIRKUNGEN DER VERSCHMELZUNG AUF DIE BESCHÄFTIGUNG UND ANGABEN ZUM VERFAHREN DER ARBEITNEHMERMITBESTIMMUNG (ART. 2:333D ABS. B DCC UND § 122C ABS. 2 NR. 4 UND NR. 10 UMWG)	14 GEVOLGEN VAN DE FUSIE VOOR DE WERKGELEGENHEID EN INFORMATIE OVER DE MEDEZEGGENSCHAPSPROCEDURE (ARTIKEL 2:333D ONDER (B) BW EN ARTIKEL 122C LID 2 NRS. 4 EN 10 UMWG)
14.1	The Merger has no repercussions on employment in CTP.	14.1 Die Verschmelzung hat keine Auswirkungen auf die Beschäftigung bei CTP.	14.1 De Fusie heeft geen gevolgen voor de werknemers van CTP.
14.2	Neither of the Merging Companies has a works council or other employee representative body. There are no trade unions which also represent employees of the Merging Companies that have rendered their views in respect of the Merger.	14.2 Keine der Verschmelzenden Gesellschaften hat einen Betriebsrat oder eine andere Arbeitnehmervertretung. Es gibt keine Gewerkschaften, die auch Arbeitnehmer der Verschmelzenden Gesellschaften vertreten, die ihre Sichtweise zu der Verschmelzung dargelegt haben.	14.2 Geen van de Fuserende Vennootschappen heeft een ondernemingsraad of een ander personeelsvertegenwoordigingsorgaan. Er zijn geen vakbonden die ook werknemers van de Fuserende Vennootschappen hun vertegenwoordigen en die hun standpunt ten aanzien van de Fusie bekend hebben gemaakt.
14.3	The Merger shall result in a transfer of business within the meaning of Council Directive 2001/23/EC of 12 March 2001 on the approximation of	14.3 Die Verschmelzung führt zu einem Betriebsübergang im Sinne der Richtlinie 2001/23/EG des Rates vom 12. März 2001 zur Angleichung der	14.3 De Fusie leidt tot een overgang van onderneming in de zin van Richtlijn 2001/23/EG van de Raad van 12 maart 2001 inzake de onderlinge

42

the laws of the Member States relating to the safeguarding of employees' rights in the event of transfers of undertakings, businesses or parts of undertakings or businesses, as a result of which all employees of DIG shall become employees of CTP by operation of law as of the Merger Effective Time (<i>Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung</i>). Upon effectiveness of the Merger, all employment contracts of DIG will transfer from DIG to CTP by way of universal succession of title (<i>algemene titel</i>), including all rights and obligations pursuant to section 613a paragraph 1 BGB), section 324 UmwG. Insofar, CTP will become the new employer of the employees of DIG. The employment contracts will remain unchanged and shall be continued with CTP, whereby the period of employment will not be interrupted. Rights and expectancies in connection with the employment contracts based on the length of service shall also be continued. This also includes commitments to grant company pension benefits made vis-à-vis employees of DIG (if any).	Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten über die Wahrung von Ansprüchen der Arbeitnehmer beim Übergang von Unternehmen, Betrieben oder Unternehmens- oder Betriebsteilen, wodurch alle Arbeitnehmer der DIG kraft Gesetzes ab dem Wirksamkeitszeitpunkt der Verschmelzung Arbeitnehmer der CTP werden. Mit Wirksamwerden der Verschmelzung gehen alle Arbeitsverhältnisse der DIG, einschließlich aller Rechte und Pflichten gemäß § 613a Abs. 1 BGB, § 324 UmwG im Wege der Gesamtrechtsnachfolge von der DIG auf die CTP über, die insoweit neue Arbeitgeberin der Arbeitnehmer der DIG wird. Die Arbeitsverträge bleiben unverändert und werden mit CTP fortgesetzt, wobei die Beschäftigungsdauer nicht unterbrochen wird. Rechte und Anwartschaften aus den Arbeitsverträgen, die auf der Dauer der Betriebszugehörigkeit beruhen, werden ebenfalls fortgeführt. Dazu gehören auch Zusagen zur Gewährung von Leistungen der betrieblichen Altersversorgung gegenüber Arbeitnehmern der DIG	aanpassing van de wetgevingen van de lidstaten betreffende het behoud van de rechten van de werknemers in het geval van overgangen van ondernemingen, vestigingen of onderdelen van ondernemingen of vestigingen, ten gevolge waarvan alle werknemers van DIG van rechtswege werknemers van CTP worden met ingang van het Effectieve Fusie Moment (<i>Wirksamkeitszeitpunkt Verschmelzung</i>). Zodra de Fusie van kracht wordt zullen alle arbeidsovereenkomsten met DIG onder algemene titel overgaan op CTP, inclusief alle rechten en verplichtingen overeenkomstig artikel 613a lid 1 BGB , artikel 324 UmwG. Als gevolg hiervan zal CTP de nieuwe werkgever van de werknemers van DIG worden. De arbeidsovereenkomsten zullen ongewijzigd blijven en worden voortgezet met CTP, waarbij de periode van tewerkstelling niet zal worden onderbroken. Rechten en verwachtingen in verband met de arbeidsovereenkomsten op basis van de lengte van het dienstverband worden eveneens voortgezet. Dit omvat ook toezeggingen om bedrijfspensioenen toe te kennen die
--	--	---

43

	(falls vorhanden).	zijn gedaan ten aanzien van werknemers van DIG (indien van toepassing).
14.4 The Merger has no adverse effects on the employees of DIG and personnel changes or other measures are not planned in the course of the Merger.	14.4 Die Verschmelzung hat keine nachteiligen Auswirkungen auf die Arbeitnehmer der DIG und es sind keine personellen Veränderungen oder sonstigen Maßnahmen im Zuge der Verschmelzung geplant.	14.4 De Fusie heeft geen nadelige gevolgen voor de werknemers van DIG en er zijn geen personeelswijzigingen of andere maatregelen gepland in het kader van de Fusie.
14.5 The information of the employees of DIG provided for in section 613a BGB on the reason for and the planned date of the transfer and on the consequences described and the measures envisaged will be provided by means of a separate letter prior to the Merger Effective Date. The information shall be provided by CTP. There shall be no right of the employees of DIG to object to the transfer of his or her employment relationship pursuant to section 613a paragraph 6 BGB, since their current employer DIG will be dissolved upon the Merger becoming effective and shall not be able to continue the employment relationship.	14.5 Die in § 613a BGB vorgesehene Unterrichtung der Arbeitnehmer der DIG über den Grund und den vorgesehenen Zeitpunkt des Übergangs sowie über die beschriebenen Folgen und die beabsichtigten Maßnahmen erfolgt vor dem Wirksamkeitszeitpunkt der Verschmelzung durch ein gesondertes Schreiben. Die Unterrichtung erfolgt durch die CTP. Ein Recht der Arbeitnehmer der DIG, dem Übergang ihres Arbeitsverhältnisses gemäß § 613a Abs. 6 BGB zu widersprechen, besteht nicht, da ihr bisheriger Arbeitgeber DIG mit Wirksamwerden der Verschmelzung aufgelöst wird und das Arbeitsverhältnis nicht fortsetzen kann.	14.5 De informatie van de werknemers van DIG als bedoeld in artikel 613a BGB over de reden voor en de geplande datum van de overgang en over de beschreven gevolgen en de voorgenomen maatregelen zal worden verstrekt door middel van een afzonderlijke brief voorafgaand aan het Effectieve Fusie Moment. De informatie zal door CTP worden verstrekt. De werknemers van DIG hebben niet het recht bezwaar te maken tegen de overgang van hun arbeidsoverhouding overeenkomstig artikel 613a lid 6 BGB, aangezien hun huidige werkgever DIG bij het van kracht worden van de Fusie zal worden ontbonden en de arbeidsoverhouding niet zal kunnen voortzetten.

44

14.6	The Merger shall have no effect on the position of the employees of DIG with regard to a possible termination of their employment. Pursuant to section 613a paragraph 4 BGB in conjunction with section 324 UmwG, no notices of termination may be given due to the transfer of business as a result of the Merger. The right to terminate for other reasons shall remain unaffected (section 613 paragraph 4 sentence 2 BGB).	14.6	Die Verschmelzung hat keine Auswirkungen auf die Stellung der Arbeitnehmer der DIG im Hinblick auf eine mögliche Beendigung ihrer Arbeitsverhältnisse. Gemäß § 613a Abs. 4 BGB i.V.m. § 324 UmwG können Kündigungen wegen des Betriebsübergangs infolge der Verschmelzung nicht ausgesprochen werden. Das Recht zur Kündigung aus anderen Gründen bleibt unberührt (§ 613 Abs. 4 Satz 2 BGB).	14.6	De Fusie heeft geen gevolgen voor de positie van de werknemers van DIG met betrekking tot een eventuele beëindiging van hun dienstverband. Op grond van artikel 613 lid 4 BGB jo. artikel 324 UmwG mogen geen opzeggingen worden gedaan wegens de overgang van onderneming als gevolg van de Fusie. Het recht op opzegging om andere redenen blijft onaangetaast (art. 613 lid 4 onder 2 BGB).
14.7	Given that neither CTP nor DIG are subject to employee participation as referred to in section 2:333k DCC and section 122c paragraph 2 no. 10 UmwG, no procedure for the establishment of rules concerning employee participation in respect of CTP needs to be followed and the provisions of article 16 of the Directive 2005/56/EC of the European Parliament and of the Council of October 26, 2005 on cross-border mergers of limited liability companies shall not apply. Further, the implementing provisions of the German Act on Employee Co-Determination at a Cross-Border Merger (<i>Gesetz über die</i>	14.7	Da weder die CTP noch die DIG der Arbeitnehmermitbestimmung im Sinne von Art. 2:333k DCC und § 122c Abs. 2 Nr. 10 UmwG unterliegen, ist kein Verfahren zur Festlegung von Regeln für die Arbeitnehmermitbestimmung in Bezug auf die CTP einzuhalten und die Bestimmungen des Art. 16 der Richtlinie 2005/56/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Oktober 2005 über die Verschmelzung von Kapitalgesellschaften aus verschiedenen Mitgliedstaaten sind nicht anwendbar. Ferner sind die Umsetzungsvorschriften des Gesetzes über die Mitbestimmung	14.7	Aangezien noch CTP noch DIG onderworpen is aan medezeggenschap van werknemers als bedoeld in artikel 2:333k BW en artikel 122c lid 2 nr. 10 UmwG, hoeft geen procedure voor de vaststelling van regels betreffende medezeggenschap van werknemers met betrekking tot CTP te worden gevolgd en zijn de bepalingen van artikel 16 van Richtlijn 2005/56/EG van het Europees Parlement en de Raad van 26 oktober 2005 over grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen niet van toepassing. Voorts zijn de implementatiebepalingen van de Duitse Wet betreffende de

45

	<i>Mitbestimmung der Arbeitnehmer bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung – "MgVG"</i>) are not applicable, because the legal requirements pursuant to section 5 MgVG are not fulfilled.		der Arbeitnehmer bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung („MgVG“) nicht anwendbar, da die gesetzlichen Voraussetzungen des § 5 MgVG nicht erfüllt sind.		Medezeggenschap van de Werknemers bij een Grensoverschrijdende Fusie (<i>Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung – "MgVG"</i>) niet van toepassing omdat niet is voldaan aan de wettelijke vereisten overeenkomstig artikel 5 MgVG.
14.8	Upon effectiveness of the Hive-Down, all employment contracts of the then former employees of DIG will pass from CTP to CTP Germany by way of universal succession of title (<i>algemene titel</i>), including all rights and obligations in the same way as the universal succession of title (<i>algemene titel</i>) from DIG to CTP as set out in article 14.3, i.e. the employment contracts shall be continued with CTP Germany and the period of employment will not be interrupted and personnel changes or other measures are not planned at the occasion of the Hive-Down.	14.8	Mit Wirksamwerden der Ausgliederung gehen alle Arbeitsverhältnisse der ehemaligen Mitarbeiter der DIG im Wege der Gesamtrechtsnachfolge (<i>algemene titel</i>) von CTP auf die CTP Germany über, inklusive aller Rechte und Pflichten in gleicher Weise wie die Gesamtrechtsnachfolge (<i>algemene titel</i>) von DIG an CTP gemäß Ziffer 14.3, d.h. die Arbeitsverhältnisse werden bei CTP Germany fortgesetzt und das Arbeitsverhältnis wird nicht unterbrochen und personelle Veränderungen oder sonstige Maßnahmen sind anlässlich der Ausgliederung nicht vorgesehen.	14.8	Zodra de Afsplitsing van kracht wordt, zullen arbeidsovereenkomsten met de voormalige DIG medewerkers onder algemene titel overgaan aan CTP op CTP Germany, inclusief alle rechten en verplichtingen, op dezelfde manier als de overgang onder algemene titel van DIG naar CTP zoals bedoeld in artikel 14.3, dat wil zeggen dat de arbeidsovereenkomsten zullen worden voortgezet door CTP Germany en de periode van de arbeidsverhouding niet wordt onderbroken en ter gelegenheid van de Afsplitsing geen personeelswijzigingen of andere maatregelen zijn gepland.

46

15 CORPORATE RESOLUTIONS (SECTION 2:312 SUBSECTION 2(I) DCC)	15 GESELLSCHAFTERBESCHLÜSSE (ART. 2:312 ABS. 2(I) DCC)	15 CORPORATE BESLUITEN (ARTIKEL 2:312 LID 2 ONDER (I) BW)
15.1 The articles of association of CTP provide that the resolution to effect the Merger may be resolved upon by its general meeting of shareholders at the proposal of the board of directors of CTP. The rules of the board of directors of CTP state that a proposal by the board of directors to the general meeting of shareholders to effect a merger, i.e. the Merger, requires the consenting vote of at least a majority of the non-executive directors of CTP entitled to vote, which consent has been provided by all non-executive directors of CTP by executing these Terms of Merger.	15.1 Die Satzung von CTP sieht vor, dass der Beschluss zur Durchführung der Verschmelzung von der Hauptversammlung auf Vorschlag des Verwaltungsrats der CTP gefasst werden kann. Die Geschäftsordnung des Verwaltungsrats der CTP sieht vor, dass ein Vorschlag des Verwaltungsrats an die Hauptversammlung zur Durchführung einer Verschmelzung, also der Verschmelzung, die Zustimmung von mindestens einer Mehrheit der nicht geschäftsführenden, stimmberechtigten Direktoren der CTP erfordert; diese Zustimmung wurde von allen nicht geschäftsführenden Direktoren der CTP durch Ausfertigung dieses Verschmelzungsplans erteilt.	15.1 De statuten van CTP bepalen dat het besluit tot goedkeuring van de Fusie wordt genomen door de algemene vergadering van aandeelhouders op voorstel van het bestuur van CTP. In het bestuursreglement is bepaald dat een voorstel van het bestuur aan de algemene vergadering om te besluiten tot fusie, in dit geval de Fusie, de instemming vereist van ten minste een meerderheid van de niet-uitvoerende stengerechtigde bestuurders van CTP, welke instemming is verleend doordat alle niet-uitvoerende bestuurders van CTP dlt Fusievoorstel hebben ondertekend.
15.2 The resolution to effect the Merger shall be resolved upon by the general meeting of CTP with a simple majority of the votes cast; a two-third majority of the votes cast shall be required if less than half of the issued share	15.2 Der Beschluss zur Durchführung der Verschmelzung wird von der Hauptversammlung der CTP mit einfacher Mehrheit der abgegebenen Stimmen gefasst; eine Zweidrittelmehrheit der abgegebenen	15.2 Het besluit tot Fusie wordt genomen door de algemene vergadering van CTP met een gewone meerderheid van de uitgebrachte stemmen; als minder dan de helft van het geplaatste kapitaal van CTP

47

capital of CTP is present or represented at the general meeting.	Stimmen ist erforderlich, wenn bei der Hauptversammlung weniger als die Hälfte des ausgegebenen Grundkapitals der CTP anwesend oder vertreten ist.	aanwezig of tegenwoordig is op de algemene vergadering, is een twee derde meerderheid van de uitgebrachte stemmen vereist.
15.3 The articles of association of DIG do not contain provisions in respect of the approval of the resolution to effect the Merger. Thus, the resolution on the Merger shall be resolved upon by the general meeting of DIG with a majority of at least three quarters of the represented share capital in accordance with sections 122a, 65 UmwG.	15.3 Die Satzung der DIG enthält keine Bestimmungen über die Zustimmung zum Verschmelzungsbeschluss. Der Beschluss über die Verschmelzung ist daher von der Hauptversammlung der DIG gemäß §§ 122a, 65 UmwG mit einer Mehrheit von mindestens drei Vierteln des vertretenen Grundkapitals zu fassen.	15.4 De statuten van DIG bevatten geen specifieke bepalingen ten aanzien van het goedkeuren van het besluit tot Fusie. Derhalve moet de algemene vergadering van DIG met een meerderheid van ten minste drie vierde van het tegenwoordigste aandelenkapitaal overeenkomstig artikelen 122a, 65 UmwG tot de Fusie besluiten.
16 REAL PROPERTY	16 GRUNDBESITZ	16 ONROEREND GOED
DIG holds real property and the DIG Assets and Liabilities will therefore contain real property which will pass to CTP by way of universal succession of title (<i>algemene titel</i>). The Merger is subject to German real estate transfer tax. Any real estate transfer tax is owed by CTP.	Die DIG ist Eigentümerin von Grundstücken, und zu den DIG Aktiva und Passiva gehören daher Grundstücke, die im Wege der Gesamtrechtsnachfolge (<i>algemene titel</i>) auf die CTP übergehen werden. Die Verschmelzung unterliegt der Grunderwerbsteuer nach deutschem Steuerrecht. Etwaige Grunderwerbsteuer wird von CTP geschuldet.	DIG houdt onroerend goed en de DIG Activa en Passiva zullen derhalve onroerend goed omvatten dat onder algemene titel zal overgaan op CTP. De Fusie is onderworpen aan Duitse belasting op de overdracht van vastgoed. Eventuele belasting op de overdracht van vastgoed is verschuldigd door CTP.
17 VALUE ADDED TAX	17 UMSATZSTEUER	17 BELASTING TOEGEVOEGDE WAARDE

48

It is the current understanding of the Merging Companies that the transactions contemplated by these Terms of Merger, constitute the sale of a totality of assets or part thereof (within the meaning of section 19 and section 29 EU VAT Directive (Council Directive 2006/112/EC of 28 November 2006 on the common system of value added tax) and as such are not subject to value added tax ("VAT"). If contrary to such joint understanding of the Merging Companies, the competent tax authorities take the position that the transactions contemplated by these Terms of Merger are subject to VAT, the Merging Companies agree that such VAT shall be borne by CTP. The VAT is payable within two (2) weeks after DIG issues a proper VAT invoice to CTP. In accordance with section 9 German VAT Act, DIG waives the tax exemption pursuant to section 4 no. 9a German VAT Act, and opts to VAT in respect of the transactions contemplated by these Terms of Merger. In this case, CTP will be liable to pay the VAT pursuant to section 13b German VAT Act. Therefore, with respect to the real estate property, no VAT shall be paid to DIG.	Die Verschmelzenden Gesellschaften gehen derzeit davon aus, dass es sich bei den in diesem Verschmelzungsplan vorgesehenen Transaktionen um die Veräußerung eines Gesamt- oder Teilvermögens im Sinne von Art. 19 und Art. 29 EU-Mehrwertsteuerrichtlinie (Richtlinie 2006/112/EG des Rates vom 28. November 2006 über das gemeinsame Mehrwertsteuersystem) handelt und diese als solche nicht der Umsatzsteuer („USt“) unterliegen. Für den Fall, dass die zuständigen Steuerbehörden entgegen dieses gemeinsamen Verständnisses der Verschmelzenden Gesellschaften die Auffassung vertreten, dass die in diesem Verschmelzungsplan vorgesehenen Transaktionen umsatzsteuerpflichtig sind, vereinbaren die Verschmelzenden Gesellschaften, dass diese USt von CTP zu tragen ist. Die USt ist innerhalb von zwei (2) Wochen nach Ausstellung einer ordnungsgemäßen Rechnung über die USt durch DIG an CTP zu zahlen. Die DIG auf die verzichtet gemäß § 9 UStG auf die Steuerbefreiung nach § 4 Nr. 9a UStG und optiert in Bezug auf die in diesem Verschmelzungsplan vorgesehenen Umsätze zur Umsatzsteuer. In diesem Fall ist CTP gemäß § 13b UStG Schuldner der USt. Daher wird in Bezug auf den Grundbesitz keine	De Fuserende Vennootschappen gaan er thans van uit dat de transacties die met dit Fusievoorstel worden beoogd, de verkoop vormen van een geheel van activa of een deel daarvan in de zin van artikel 19 en 29 EU BTW-richtlijn (Richtlijn 2006/112/EG van de Raad van 28 november 2006 betreffende het gemeenschappelijke stelsel van belasting over de toegevoegde waarde) en als zodanig niet onderworpen zijn aan de belasting over de toegevoegde waarde ("BTW"). Indien de bevoegde belastingautoriteiten tegen dit gezamenlijke begrip van de Fuserende Vennootschappen in het standpunt innemen dat de door dit Fusievoorstel beoogde transacties onderhevig zijn aan BTW, komen de Fuserende Vennootschappen overeen dat deze BTW door CTP zal worden gedragen. De BTW is verschuldigd binnen twee (2) weken nadat DIG een deugdelijke BTW-factuur aan CTP heeft overlegd. Overeenkomstig artikel 9 van de Duitse BTW-wet ziet DIG af van de belastingvrijstelling ingevolge artikel 4 nr. 9a van de Duitse BTW-wet, en opteert zij voor BTW met betrekking tot de transacties die in dit Fusievoorstel worden overwogen. In dit geval zal CTP de BTW moeten betalen overeenkomstig artikel 13b van de Duitse BTW-wet. Derhalve zal met betrekking tot het onroerend goed geen BTW aan DIG worden betaald.
---	---	--

	Umsatzsteuer an die DIG gezahlt.	
[SIGNATURES TO FOLLOW ON THE NEXT PAGE]	[UNTERSCHRIFTEN FOLGEN AUF DER NÄCHSTEN SEITE]	[HANTEKENINGEN VOLGEN OP DE VOLGENDE PAGINA]

THESE TERMS OF MERGER HAVE BEEN SIGNED ON THE DATE STATED AT THE BEGINNING OF THESE TERMS OF MERGER BY:	DIESER VERSCHMELZUNGSPLAN WURDE AN DEM ZU BEGINN DES VERSCHMELZUNGSPLANS ANGEGBENEN DATUM VON FOLGENDEN PERSONEN UNTERZEICHNET:	DIT FUSIEVOORSTEL IS ONDERTEKEND OP DE DATUM VERMELD AAN HET BEGIN VAN DIT FUSIEVOORSTEL DOOR:
<u>Board of directors of CTP N.V.</u> The undersigned, acting in their capacity as the directors of CTP N.V.	<u>Verwaltungsrat der CTP N.V.</u> Die Unterzeichnenden, in ihrer Eigenschaft als Mitglieder des Verwaltungsrats der CTP N.V.	<u>Bestuur van CTP N.V.</u> De ondergetekenden, handelend in hun hoedanigheid als bestuurders van CTP N.V.

/s/ R.L. Vos	/s/ R.J. Wilkinson	/s/ B.A. Knoflach
By: R.L. Vos Title: Executive director / Chief Executive Officer	By: R.J. Wilkinson Title: Executive director / Chief Financial Officer	By: B.A. Knoflach Title: Non-executive director / Senior Independent Director
/z/ G.W.M. van Kesteren	/s/ S. Eickermann-Riepe	/z/ P. Trenka
By: G.W.I.M. van Kesteren Title: Non-executive director	By: S. Eickermann-Riepe Title: Non-executive director	By: P. Trenka Title: Non-executive director

THESE TERMS OF MERGER HAVE BEEN SIGNED ON THE DATE STATED AT THE BEGINNING OF THESE TERMS OF MERGER BY:	DIESER VERSCHMELZUNGSPLAN WURDE AN DEM ZU BEGINN DES VERSCHMELZUNGSPLANS ANGEGBENEN DATUM VON FOLGENDEN PERSONEN UNTERZEICHNET:	DIT FUSIEVOORSTEL IS ONDERTEKEND OP DE DATUM VERMELD AAN HET BEGIN VAN DIT FUSIEVOORSTEL DOOR:
<u>Management board of Deutsche Industrie Grundbesitz AG</u> the undersigned, acting in their capacity as management board members of Deutsche Industrie Grundbesitz AG	<u>Vorstand der Deutsche Industrie Grundbesitz AG</u> Die Unterzeichnenden, in ihrer Eigenschaft als Mitglieder des Vorstands der Deutsche Industrie Grundbesitz AG	<u>Bestuur van Deutsche Industrie Grundbesitz AG</u> De ondergetekenden, handelend in hun hoedanigheid als bestuurders van Deutsche Industrie Grundbesitz AG

/s/ R.L. Vos	/s/ R.J. Wilkinson	/s/ S. Petersen
By: R.L. Vos Title: Chairperson of the Management Board (Chief Executive Officer) / Vorstandsvorsitzender	By: R.J. Wilkinson Title: Management Board Member (Chief Financial Officer) / Vorstandsmitglied	By: S. Petersen Title: Management Board Member (Chief Information Officer) / Vorstandsmitglied

THESE TERMS OF MERGER HAVE BEEN SIGNED ON THE DATE STATED AT THE BEGINNING OF THESE TERMS OF MERGER FOR APPROVAL BY:	DIESER VERSCHMELZUNGSPLAN WURDE AN DEM ZU BEGINN DES VERSCHMELZUNGSPLANS ANGEGEBENEN DATUM VON FOLGENDEN PERSONEN UNTERZEICHNET:	DIT FUSIEVOORSTEL IS TER GOEDKEURING MEDE-ONDERTEKEND OP DE DATUM VERMELD AAN HET BEGIN VAN DIT FUSIEVOORSTEL DOOR:
<u>Supervisory board of Deutsche Industrie Grundbesitz AG</u> the undersigned, acting in their capacity as the supervisory board members of Deutsche Industrie Grundbesitz AG	<u>Aufsichtsrat der Deutsche Industrie Grundbesitz AG</u> Die Unterzeichnenden, in ihrer Eigenschaft als Mitglieder des Aufsichtsrats der Deutsche Industrie Grundbesitz AG	<u>Raad van commissarissen van Deutsche Industrie Grundbesitz AG</u> De ondergetekenden, handelend in hun hoedanigheid als commissarissen van Deutsche Industrie Grundbesitz AG

/s/ H.-J. Sutter

By: H.-J. Sutter

Title: Chairperson of the Supervisory Board / Aufsichtsratsvorsitzender

/s/ A. Betz

By: A. Betz

Title: Member of the Supervisory Board / Aufsichtsratsmitglied

/s/ A. Lubitz

By: A. Lubitz

Title: Member of the Supervisory Board / Aufsichtsratsmitglied

DE BRAUW

BLACKSTONE

WESTBROEK

Annex A

Current articles of association CTP N.V.		Aktuelle Satzung der CTP N.V.		Huidige statuten CTP N.V.	
1	DEFINITIONS AND INTERPRETATION	1	DEFINITIONEN UND AUSLEGUNG	1	DEFINITIES EN INTERPRETATIE
1.1	Definitions	1.1	Definitionen	1.1	Definities
In these articles of association:		In dieser Satzung gelten folgende Definitionen:		In deze statuten gelden de volgende definities:	
"Annual Accounts" means the Company's annual accounts as referred to in section 2:361 BW;		„Aktie“ bezeichnet einen Anteil am Grundkapital der Gesellschaft;		"Aandeel" betekent een aandeel in het kapitaal van de Vennootschap;	
"Board" means the Company's board of directors;		„Aktionär“ bezeichnet einen Inhaber einer oder mehrerer Aktien;		"Aandeelhouder" betekent een houder van één of meer Aandelen;	
"Board Rules" means the rules laid down in article 8.1.4;		„Ausschüttungsfähige Rücklage“ bezeichnet eine Rücklage der Gesellschaft, die nicht aufgrund von Rechtsvorschriften oder dieser Satzung gebildet werden muss;		"Algemene Vergadering" betekent het orgaan dat bestaat uit Aandeelhouders en alle overige Stemgerechtigden of de bijeenkomst van de Aandeelhouders en alle overige Vergadergerechtigden;	
"BW" means the Dutch Civil Code;		„BW“ bezeichnet das niederländische Bürgerliche Gesetzbuch;		"Bestuur" betekent het bestuur van de Vennootschap;	
"Company" means the public limited liability company whose organisation is laid down in these articles of association;		„Euroclear Netherlands“ bezeichnet die Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V., eine unter dem Namen Euroclear firmierende Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Handelsregisternummer 33149445		"Bestuurder" betekent een Uitvoerende Bestuurder of een Niet-Uitvoerende Bestuurder;	
"Director" means an Executive Director or a Non-Executive Director;				"Bestuursreglement" betekent het reglement bedoeld in artikel 8.1.4;	
"Distributable Reserve" means a reserve of the Company that is not required to be maintained by virtue of the law or these articles of association;				"Bestuursverslag" betekent het bestuursverslag van de Vennootschap als	

"Euroclear Netherlands" means <i>Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V.</i>, a private limited liability company, Trade Register number 33149445 and trading under the name Euroclear Nederland, being a central institute as referred to in the Wge; "Executive Director" means a member of the Board appointed as an executive director; "Founder" means Remon Leonard Vos, born in Stadskanaal, the Netherlands on the fourteenth day of September nineteen hundred and seventy; "General Meeting" means the corporate body that consists of Shareholders and all other Persons with Voting Rights, or the meeting in which the Shareholders and all other Persons with Meeting Rights assemble; "Group Company" means a group company of the Company as referred to in section 2:24b BW; "Intermediary" means an intermediary as	Nederland, ein Zentralinstitut im Sinne des Wge; „Geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied“ ist ein Mitglied des Verwaltungsrats, das zum Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglied bestellt wird; „Geschäftsordnung“ bezeichnet die in Ziffer 8.1.4 genannten Bestimmungen; „Gesellschaft“ bezeichnet die Aktiengesellschaft, deren Organisation in dieser Satzung geregelt ist; „Gesetzlicher Giroeffektenverkehr“ ist der Giroverkehr im Sinne des Wge; „Gründer“ bezeichnet Remon Leonard Vos, geboren in Stadskanaal, Niederlande, am vierzehnten September neunzehnhundertundsiebzig; „Hauptversammlung“ bezeichnet das Gesellschaftsorgan, das sich aus den Aktionären und allen weiteren Personen mit Stimmrecht zusammensetzt, oder die Versammlung, in der die Aktionäre	bedoeld in artikel 2:391 BW; "Dochtermaatschappij" betekent een dochtermaatschappij van de Vennootschap als bedoeld in artikel 2:24a BW; "Euroclear Nederland" betekent het Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V., een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, handelsregisternummer 33149445 en handelend onder de naam Euroclear Nederland, zijnde een centraal instituut als bedoeld in de Wge; "Groepsmaatschappij" betekent een groepsmaatschappij van de Vennootschap als bedoeld in artikel 2:24b BW; "Intermediair" betekent een intermediair als bedoeld in de Wge; "Jaarrekening" betekent de jaarrekening van de Vennootschap als bedoeld in artikel 2:361 BW; "Niet-Uitvoerende Bestuurder" betekent een lid van het Bestuur dat als Niet-Uitvoerende Bestuurder is benoemd;
--	--	--

2

referred to in the Wge; "Management Report" means the Company's management report as referred to in section 2:391 BW; "Meeting Rights" means the right to attend and speak at the General Meeting, either in person or by a proxy authorised in writing; "Non-Executive Director" means a member of the Board appointed as a non-executive director; "Person with Meeting Rights" means a Shareholder as well as a usufructuary with Meeting Rights or a pledgee with Meeting Rights, subject to article 9.4.1; "Person with Voting Rights" means a Shareholder with voting rights as well as a usufructuary with voting rights or a pledgee with voting rights, each at the General Meeting, subject to article 9.4.1; "Record Date" means the twenty-eighth day prior to the date of a General Meeting, or such other day as prescribed by law; "Senior Independent Director" means a	und alle weiteren Personen mit Teilnahmerecht zusammenkommen; „Intermediär“ bezeichnet einen Intermediär im Sinne des Wge; „Jahresabschluss“ bezeichnet den Jahresabschluss der Gesellschaft gemäß Art. 2:361 BW; „Konzerngesellschaft“ bezeichnet eine Konzerngesellschaft der Gesellschaft im Sinne des Art. 2:24b BW; „Lagebericht“ bezeichnet den in Art. 2:391 BW genannten Lagebericht der Gesellschaft; „Leitendes Verwaltungsratsmitglied“ bezeichnet einen Nicht geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied, das zum leitenden Verwaltungsratsmitglied bestellt wird und den Vorsitz des Verwaltungsrats innehat; „Nachweisstichtag“ bezeichnet den achtundzwanzigsten Tag vor dem Datum einer Hauptversammlung bzw.	"Oprichter" betekent Remon Leonard Vos, geboren in Stadskanaal op veertien september negentienhonderdzeventig; "Registeredatum" betekent de achtentwintigste dag voorafgaand aan een Algemene Vergadering, of een andere wettelijk voorgeschreven dag; "Senior Independent Director" betekent een Niet-Uitvoerende Bestuurder aangewezen als senior independent director, die zal fungeren als voorzitter van het Bestuur; "Stemgerechtigden" betekent aandeelhouders met stemrecht, alsmede vruchtgebruikers met stemrecht of pandhouders met stemrecht, ieder in de Algemene Vergadering, met inachtneming van artikel 9.4.1 van deze statuten; "Uitkeerbare Reserve" betekent een reserve van de Vennootschap die niet krachtens de wet of deze statuten moet worden aangehouden; "Uitvoerende Bestuurder" betekent een lid van het Bestuur dat als uitvoerende bestuurder is benoemd;
--	--	---

3

Non-Executive Director designated as senior independent director and who shall serve as the chair of the Board; "Share" means a share in the share capital of the Company; "Shareholder" means a holder of one or more Shares; "Statutory Giro System" means the giro system as referred to in the Wge; "Subsidiary" means a subsidiary of the Company as referred to in section 2:24a BW; and "Wge" means the Dutch Act on Securities Transactions by Giro (<i>Wet giraal effectenverkeer</i>).	einen anderen gesetzlich vorgeschriebenen Tag; „Nicht Geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied “ bezeichnet ein Mitglied des Verwaltungsrats, das zu einem Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglied bestellt wurde; „Person mit Stimmrecht“ bezeichnet jeweils einen in der Hauptversammlung stimmberechtigten Aktionär, Nießbraucher oder Pfandgläubiger nach Maßgabe der Ziffer 9.4.1 dieser Satzung; „Person mit Teilnahmerecht “ bezeichnet einen Aktionär, Nießbraucher oder Pfandgläubiger mit Teilnahmerecht nach Maßgabe der Ziffer 9.4.1; „ Tochtergesellschaft “ bezeichnet eine Tochtergesellschaft der Gesellschaft im Sinne von Art. 2:24a BW; „ Teilnahmerecht “ bezeichnet das Recht, entweder persönlich oder durch einen schriftlich bevollmächtigten Vertreter, an der Hauptversammlung	"Vennootschap" betekent de naamloze vennootschap waarvan de organisatie is vastgelegd in deze statuten; "Vergaderrecht" betekent het recht om, in persoon of bij schriftelijk gevolmachtigde, de Algemene Vergadering bij te wonen en daarin het woord te voeren; "Vergaderechten" betekent aandeelhouders, alsmede vruchtgebruikers met vergaderrecht of pandhouders met vergaderrecht, met inachtneming van artikel 9.4.1; "Wettelijk Giraal Systeem" betekent het giraal systeem als bedoeld in de Wge; en "Wge" betekent de Wet op het giraal effectenverkeer.
---	--	--

	teilzunehmen und dort das Wort zu ergreifen; „ Verwaltungsrat “ bezeichnet den Verwaltungsrat der Gesellschaft; „ Verwaltungsratsmitglied “ bezeichnet ein Geschäftsführendes oder ein Nicht Geschäftsführendes Mitglied des Verwaltungsrats; und „ Wge “ bezeichnet das niederländische Gesetz über den Giroverkehr mit Wertpapieren (<i>Wet giraal effectenverkeer</i>).	
1.2 Interpretation	1.2 Auslegung	1.2 Interpretatie
1.2.1 Unless required otherwise by law, the term "in writing" shall include an electronically transmitted, readable and reproducible message.	1.2.1 Sofern gesetzlich nicht abweichend geregelt, umfasst der Begriff „schriftlich“ eine elektronisch übermittelte, lesbare und reproduzierbare Nachricht.	1.2.1 Tenzij de wet anders vereist, omvat het begrip "schriftelijk" een langs elektronische weg toegezonden leesbaar en reproduceerbaar bericht.
1.2.2 References to articles shall be deemed to refer to articles of these articles of association, unless the contrary is apparent.	1.2.2 Verwijze auf Ziffern gelten als Verweise auf Ziffern dieser Satzung, sofern nicht etwas anderes ersichtlich ist.	1.2.2 Verwijzingen naar artikelen verwijzen naar artikelen van deze statuten, tenzij het tegendeel duidelijk blijkt.
1.2.3 Unless the context requires otherwise, words and expressions contained and not otherwise defined in these articles of association have the same meaning as in	1.2.3 Sofern der Kontext nichts anders erfordert, haben die in dieser Satzung enthaltenen und nicht anderweitig definierten Wörter und Begriffe die	1.2.3 Tenzij de context anders vereist, hebben woorden en uitdrukkingen die in deze statuten zijn opgenomen en niet anders zijn gedefinieerd, dezelfde betekenis als in het

the BW. In addition, unless otherwise indicated, references in these articles of association to provisions of the law are references to provisions of Dutch law as it reads from time to time.	gleiche Bedeutung wie im BW. Sofern nicht abweichend angegeben, beziehen sich Verweise in dieser Satzung auf gesetzliche Bestimmungen auf die Bestimmungen des niederländischen Rechts in seiner jeweils gültigen Fassung.	BW. Verder zijn, tenzij anders aangegeven, verwijzingen naar wettelijke bepalingen in deze statuten verwijzingen naar die bepalingen zoals ze van tijd tot tijd zullen gelden.
1.2.4 Any reference to a gender includes all genders.	1.2.4 Jede Bezugnahme auf ein Geschlecht schließt alle Geschlechter ein.	1.2.4 Woorden die een geslacht aanduiden omvatten ieder ander geslacht.
2 NAME, SEAT AND OBJECTS	2. NAME, SITZ UND UNTERNEHMENS-GEGENSTAND	2 NAAM, ZETEL EN DOEL
2.1 Name and seat	2.1 Name und Sitz	2.1 Naam en zetel
2.1.1 The name of the Company is: CTP N.V.	2.1.1 Der Name der Gesellschaft lautet CTP N.V.	2.1.1 De naam van de Vennootschap is CTP N.V.
2.1.2 The Company's seat is in Utrecht, the Netherlands.	2.1.2 Der Sitz der Gesellschaft befindet sich in Utrecht, Niederlande.	2.1.2 De Vennootschap heeft haar zetel in Utrecht.
2.2 Objects	2.2 Unternehmensgegenstand	2.2 Doel
2.2.1 The objects of the Company are:	2.2.1 Unternehmensgegenstand der Gesellschaft ist Folgendes:	2.2.1 Het doel van de Vennootschap is:
(a) to invest in real property through the acquisition, development, construction, leasing out, ownership of land, buildings, and other property assets and property rights, as well as the lease of real property;	(a) Investitionen in Immobilien durch Erwerb, Entwicklung, Bau, Vermietung, Eigentum an Grundstücken, Gebäuden und sonstigem unbeweglichen Sachanlagevermögen und Grundstücksrechten sowie die	(a) het investeren in onroerend goed door middel van verkrijging, ontwikkeling, bouw, verhuur, eigendom van grond, gebouwen en andere onroerende activa en eigendomsrechten, alsmede de verhuur van onroerend goed;
(b) the management, renting out,		(b) het beheer, de verhuur, het verpachten en het afstoten van

leasing and divestment of real property and other assets;	Vermietung von Immobilien;	onroerend goed en andere activa;
(c) to incorporate, participate in and conduct the management of other companies and enterprises;	(b) die Verwaltung, Vermietung, Verpachtung und Veräußerung von Immobilien und sonstigen Vermögenswerten;	(c) het oprichten van, deelnemen in en het beheer voeren over andere vennootschappen en ondernemingen;
(d) to render management, financial, administrative, commercial or other services to other companies, persons and enterprises;	(c) Gründung, Beteiligung an und Leitung anderer Gesellschaften und Unternehmen;	(d) het verlenen van bestuurlijke, financiële, administratieve, commerciële of andere diensten aan andere vennootschappen, personen en ondernemingen;
(e) to finance other companies and enterprises;	(d) Erbringung von Management-, Finanz-, Verwaltungs-, Handels- oder sonstigen Dienstleistungen für andere Gesellschaften, Personen und Unternehmen;	(e) het financieren van andere vennootschappen en ondernemingen;
(f) to borrow, to lend and to raise funds, including the issue of bonds, promissory notes or other financial instruments and to enter into agreements in connection with aforementioned activities;	(e) Finanzierung anderer Gesellschaften und Unternehmen;	(f) het lenen, uitlenen en bijeenbrengen van gelden, daaronder begrepen het uitgeven van obligaties, schuldbrieven of andere financiële instrumenten en het aangaan van overeenkomsten in verband met de hiervoor genoemde activiteiten;
(g) to grant guarantees, to bind the Company and to pledge or otherwise encumber assets for obligations of the Company, Subsidiaries and third parties; and	(f) Aufnahme und Gewährung von Darlehen und Beschaffung von Finanzmitteln, einschließlich der Ausgabe von Schuldverschreibungen, Schuldscheinen und sonstigen Finanzinstrumenten sowie Abschluss von Vereinbarungen	(g) het verstrekken van garanties, het binden van de Vennootschap en het verpanden of anderszins bezwaren van activa voor verplichtingen van de Vennootschap,

(h) to invest in, to acquire, to transfer, to dispose of, to manage and to operate real property, personal property, shares, bonds, securities and other goods, including patents, trademark rights, licences, permits and other industrial property rights, to manage pension funds, and to perform all activities and developing projects that may be conducive to the achievement of the foregoing, and finally all activities which in the broadest sense relate to or promote the objects.	(g) im Zusammenhang mit den vorgenannten Tätigkeiten; Gewährung von Garantien, Eingehen von Verpflichtung der Gesellschaft und Verpfändung oder anderweitige Belastung von Vermögenswerten für Verpflichtungen der Gesellschaft, von Tochtergesellschaften und Dritten; und (h) Investitionen in und Erwerb, Übertragung, Veräußerung, Verwaltung, Betrieb von Immobilien, persönlichem Eigentum, Aktien, Anleihen, Wertpapieren und sonstigen Gütern, einschließlich Patenten, Markenrechten, Lizenzen, Zulassungen und sonstigen gewerblichen Schutzrechten, Verwaltung von Pensionsfonds und Ausübung jeglicher Tätigkeiten und Entwicklung von Projekten, die der Verwirklichung der	(h) Dochtermaatschappijen en derden; en het investeren, verkrijgen, overdragen, vervreemden, beheren en exploiteren van onroerend goed, persoonlijk eigendom, aandelen, obligaties, effecten en andere goederen, inclusief patenten, merkrechten, licenties, vergunningen en andere industriële eigendomsrechten; het beheren van pensioenfondsen, en het verrichten van alle activiteiten en ontwikkelen van projecten die kunnen bijdragen aan de hiervoor genoemde activiteiten, en ten slotte alles wat in de ruimste zin verband houdt met of bevorderlijk kan zijn voor het doel.
---	--	---

8

3 CAPITAL AND ISSUE OF SHARES 3.1 Capital and Shares 3.1.1 The authorised share capital of the Company is two hundred fifty-six million euro (EUR 256,000,000). It consists of one billion six hundred million (1,600,000,000) Shares with a nominal value of sixteen eurocent (EUR 0.16) each. 3.1.2 The Shares are in registered form. No share certificates are issued. 3.1.3 Shares are numbered. The Board decides on the manner in which the Shares are numbered and may change the numbering of the Shares. 3.1.4 The Company shall not cooperate with the	vorgenannten Zwecke forderlich sein können, und schließlich sämtliche Tätigkeiten, die sich im weitesten Sinne mit dem Unternehmensgegenstand zusammenhängen oder diesen fördern. 3 KAPITAL UND AUSGABE VON AKTIEN 3.1 Kapital und Aktien 3.1.1 Das genehmigte Kapital der Gesellschaft beträgt zweihundertsechsfünfundzig Millionen Euro (EUR 256.000.000). Es besteht aus einer Milliarde sechshundert Millionen (1.600.000.000) Aktien mit einem Nennwert von je sechzehn Eurocent (EUR 0,16). 3.1.2 Die Aktien werden als Namensaktien ausgegeben. Es werden keine Aktienzertifikate ausgegeben. 3.1.3 Die Aktien sind nummeriert. Der Verwaltungsrat entscheidet über die Art und Weise, wie die Aktien nummeriert werden, und kann die Nummerierung der Aktien ändern. 3.1.4 Die Gesellschaft wirkt bei der Ausgabe	3 KAPITAAL EN UITGIFTE VAN AANDELEN 3.1 Kapitaal en aandelen 3.1.1 Het maatschappelijk kapitaal van de Vennootschap bedraagt tweehonderdzesenvijftig miljoen euro (EUR 256.000.000,-). Het is verdeeld in een miljard zeshonderd miljoen (1.600.000.000) Aandelen met een nominale waarde van zestien eurocent (EUR 0,16) elk. 3.1.2 De Aandelen luiden op naam. Aandeelbewijzen worden niet uitgegeven. 3.1.3 Aandelen zijn genummerd. Het Bestuur bepaalt de wijze van nummering van de Aandelen en kan de nummering van de Aandelen wijzigen. 3.1.4 De Vennootschap verleent geen medewerking
---	--	--

9

issue of depositary receipts. Holders of depositary receipts for Shares shall therefore not be entitled to Meeting Rights, unless they have been expressly granted to them by the Company pursuant to a resolution of the Board to that effect.	von Hinterlegungsscheinen nicht mit. Inhaber von Hinterlegungsscheinen für Aktien haben daher kein Teilnahmerecht, es sei denn, dieses Recht wurde ihnen von der Gesellschaft gemäß eines entsprechenden Beschlusses des Verwaltungsrats ausdrücklich gewährt.	aan de uitgifte van certificaten. Aan houders van certificaten van Aandelen komen derhalve geen Vergaderrechten toe, tenzij deze uitdrukkelijk door de Vennootschap aan hen zijn toegekend, ingevolge een daartoe strekkend besluit van het Bestuur.
3.2 Issue of Shares	3.2 Ausgabe von Aktien	3.2 Uitgifte van Aandelen
3.2.1 The Board resolves on the issue of Shares and determines the issue price, as well as the other terms and conditions of the issue, if and insofar the Board has been authorised by the General Meeting to do so with due observance of the applicable statutory provisions. Unless otherwise stipulated at its grant, the authorisation cannot be withdrawn. In that case, the General Meeting may resolve to withdraw the authorisation upon a proposal of the Board.	3.2.1 Der Verwaltungsrat beschließt über die Ausgabe von Aktien und legt den Ausgabepreis sowie die sonstigen Bedingungen der Ausgabe fest, wenn und soweit er dazu von der Hauptversammlung unter Beachtung der geltenden gesetzlichen Vorschriften ermächtigt worden ist. Die Ermächtigung kann nicht widerrufen werden, es sei denn bei ihrer Erteilung wird etwas anderes bestimmt. In diesem Fall kann die Hauptversammlung auf Vorschlag des Verwaltungsrats beschließen, die Ermächtigung zu widerrufen.	3.2.1 Het Bestuur besluit tot uitgifte van Aandelen en stelt de uitgifteprijs en de overige voorwaarden van uitgifte vast, als en voor zover het Bestuur daartoe door de Algemene Vergadering is aangewezen met inachtneming van de wettelijke bepalingen. Tenzij bij de aanwijzing anders is bepaald, kan zij niet worden ingetrokken. In dat geval kan de Algemene Vergadering tot intrekking van de aanwijzing besluiten op voorstel van het Bestuur.
3.2.2 If and insofar as the Board has not been authorised as referred to in article 3.2.1, the General Meeting resolves on the issue	3.2.2 Wenn und soweit der Verwaltungsrat nicht gemäß Ziffer 3.2.1 ermächtigt wurde, beschließt die	3.2.2 Als en voor zover het Bestuur niet is aangewezen als bedoeld in artikel 3.2.1, besluit de Algemene Vergadering tot uitgifte

10

of Shares and determines the issue price, as well as the other terms and conditions of the issue.	Hauptversammlung über die Ausgabe von Aktien und legt den Ausgabepreis sowie die sonstigen Bedingungen der Ausgabe fest.	van Aandelen en stelt de uitgifteprijs en de overige voorwaarden van uitgifte vast.
3.2.3 Articles 3.2.1 and 3.2.2 apply equally to the granting of rights to subscribe for Shares. These articles do not apply if Shares are being issued to a person exercising a previously acquired right to subscribe for Shares.	3.2.3 Ziffer 3.2.1 und 3.2.2 gelten auch für die Gewährung von Rechten zur Zeichnung von Aktien. Diese Satzung findet keine Anwendung, wenn Aktien an eine Person ausgegeben werden, die ein zuvor erworbenes Recht zur Zeichnung von Aktien ausübt.	3.2.3 Artikelen 3.2.1 en 3.2.2 zijn van overeenkomstige toepassing op het verlenen van rechten tot het nemen van Aandelen. Deze artikelen zijn niet van toepassing op het uitgeven van Aandelen aan iemand die een voordien verkregen recht tot het nemen van Aandelen uitoefent.
3.3 Payment for Shares	3.3 Einzahlung für Aktien	3.3 Storting op Aandelen
3.3.1 Shares are issued in accordance with sections 2.80, 2.80a and 2.80b BW.	3.3.1 Die Ausgabe von Aktien erfolgt gemäß Art. 2.80, 2.80a und 2.80b BW.	3.3.1 Aandelen worden uitgegeven met inachtneming van de artikelen 2.80, 2.80a en 2.80b BW.
3.3.2 Shares are issued against payment of the nominal amount and, if Shares are issued at a higher amount than the nominal value, the difference between these amounts shall be paid-up, without prejudice to section 2.80(2) BW.	3.3.2 Die Ausgabe von Aktien erfolgt gegen Zahlung des Nennbetrags, werden Aktien zu einem höheren Betrags als dem Nennwert ausgegeben, so ist die Differenz zwischen diesen Beträgen unbeschadet des Art. 2.80(2) BW einzuzahlen.	3.3.2 Aandelen worden uitgegeven tegen storting van het nominale bedrag en, als Aandelen worden uitgegeven tegen een hoger bedrag dan de nominale waarde, wordt het verschil tussen deze bedragen gestort, onverminderd artikel 2.80(2) BW.
3.3.3 Upon resolving to issue Shares or to grant rights to subscribe for Shares, the corporate body adopting the resolution to issue Shares may determine that the Shares are to be paid up in full out of a	3.3.3 Bei der Beschlussfassung über die Ausgabe von Aktien oder die Gewährung von Rechten zur Zeichnung von Aktien kann das Gesellschaftsorgan, das den Beschluss	3.3.3 Bij het besluit tot uitgifte van Aandelen of tot het verlenen van rechten tot het nemen van Aandelen kan het orgaan dat tot uitgifte besluit bepalen dat de Aandelen zullen worden volgestort ten laste van een reserve als

11

reserve as referred to in section 2:389 or 2:390 BW or a Distributable Reserve, regardless of whether those Shares are issued to existing Shareholders.	über die Ausgabe von Aktien fasst, festlegen, dass die Aktien vollständig aus einer Rücklage gemäß Art. 2:389 oder 2:390 BW oder einer Ausschüttungsfähigen Rücklage eingezahlt werden, ungeachtet dessen, ob die Aktien an bestehende Aktionäre ausgegeben werden.	bedoeld in artikel 2:389 of 2:390 BW of een Uitkeerbare Reserve, ongeacht of die Aandelen worden uitgegeven aan bestaande Aandeelhouders.
3.3.4 The Board may perform legal acts as referred to in section 2:94 BW without the approval of the General Meeting.	3.3.4 Der Verwaltungsrat kann die in Art. 2:94 BW genannten Rechtshandlungen ohne die Zustimmung der Hauptversammlung vornehmen.	3.3.4 Het Bestuur kan de in artikel 2:94 BW genoemde rechtshandelingen verrichten zonder goedkeuring van de Algemene Vergadering.
3.4 Pre-emptive rights	3.4 Bezugsrechte	3.4 Voorkeursrecht
3.4.1 If Shares are issued, each Shareholder will have a pre-emptive right in proportion to the aggregate nominal amount of his Shares. This pre-emptive right does not apply to:	3.4.1 Wenn Aktien ausgegeben werden, hat jeder Aktionär ein Bezugsrecht im Verhältnis zum Gesamtnenbetrag seiner Aktien. Dieses Bezugsrecht gilt nicht für:	3.4.1 Als Aandelen worden uitgegeven, heeft iedere Aandeelhouder een voorkeursrecht naar evenredigheid van het gezamenlijke bedrag van zijn Aandelen. Dit voorkeursrecht is niet van toepassing op:
(a) Shares issued to employees of the Company or of a Group Company;	(a) Aktien, die an Mitarbeiter der Gesellschaft oder einer Konzerngesellschaft ausgegeben werden;	(a) Aandelen die worden uitgegeven aan werknemers van de Vennootschap of van een Groepsmaatschappij;
(b) Shares issued against a contribution in kind; and	(b) Aktien, die gegen eine Sacheinlage ausgegeben werden; und	(b) Aandelen die worden uitgegeven tegen inbreng anders dan in geld; en
(c) Shares issued to a person exercising a previously acquired	(c) Aktien, die an eine Person	(c) Aandelen die worden uitgegeven aan iemand die een voordien verkregen recht tot het nemen van Aandelen

12

right to subscribe for Shares.	ausgegeben werden, die ein zuvor erworbenes Recht zur Zeichnung von Aktien ausübt.	uitoefent.
3.4.2 The Board may resolve to limit or exclude a pre-emptive right to Shares that are yet to be issued, if and insofar the Board has been authorised to do so by the General Meeting with due observance of the applicable statutory provisions. Unless otherwise stipulated at its grant, the authorisation cannot be withdrawn. In that case, the General Meeting may resolve to withdraw the authorisation pursuant to a proposal of the Board.	3.4.2 Der Verwaltungsrat kann unter Beachtung der geltenden gesetzlichen Bestimmungen beschließen, das Bezugsrecht auf noch auszugebende Aktien zu beschränken oder auszuschließen, wenn und soweit er hierzu von der Hauptversammlung ermächtigt worden ist. Die Ermächtigung kann nicht widerrufen werden, es sei denn, bei ihrer Erteilung wird etwas anderes bestimmt. In diesem Fall kann die Hauptversammlung auf Vorschlag des Verwaltungsrats beschließen, die Ermächtigung zu widerrufen.	3.4.2 Als en voor zover het Bestuur daartoe door de Algemene Vergadering is aangewezen, besluit het Bestuur tot beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht op uit te geven Aandelen met inachtneming van de wettelijke bepalingen. Tenzij bij de aanwijzing anders is bepaald, kan zij niet worden ingetrokken. In dat geval kan de Algemene Vergadering tot intrekking van de aanwijzing besluiten op voorstel van het Bestuur.
3.4.3 If and insofar the Board has not been authorised as referred to in article 3.4.2, the General Meeting resolves on the limitation or exclusion of pre-emptive rights.	3.4.3 Wenn und soweit der Verwaltungsrat nicht gemäß Ziffer 3.4.2 ermächtigt wurde, beschließt die Hauptversammlung über die Beschränkung oder den Ausschluss des Bezugsrechts.	3.4.3 Als en voor zover het Bestuur niet is aangewezen als bedoeld in artikel 3.4.2, besluit de Algemene Vergadering tot beperking of uitsluiting van voorkeursrechten.
3.4.4 If less than one half of the issued share capital is represented at the General Meeting, a resolution of the General	3.4.4 Wenn weniger als die Hälfte des ausgegebenen Grundkapitals auf der Hauptversammlung vertreten ist, ist für	3.4.4 Als minder dan een helft van het geplaatste kapitaal bij de Algemene Vergadering is vertegenwoordigd, vereist een besluit van de

13

Meeting to limit or exclude the pre-emptive rights and a resolution to authorise the Board as referred to in article 3.4.2 will require a majority of at least two-thirds of the votes cast.	einen Beschluss der Hauptversammlung über die Einschränkung oder den Ausschluss des Bezugsrechts und für einen Beschluss über die Ermächtigung des Verwaltungsrats gemäß Ziffer 3.4.2 eine Mehrheit von mindestens zwei Dritteln der abgegebenen Stimmen erforderlich.	Algemene Vergadering tot beperking of uitsluiting voorkoersrechten en een besluit tot het aanwijzen van het Bestuur als bedoeld in artikel 3.4.2, een meerderheid van ten minste twee derden van de uitgebrachte stemmen.
3.4.5 Subject to section 2:96a BW, the body that resolves to issue Shares shall determine, upon resolving to issue Shares with due observance of the applicable statutory provisions, in which way and within which period of time the pre-emptive rights may be exercised.	3.4.5 Unter Berücksichtigung der Bestimmungen des Art. 2:96a BW bestimmt das Gesellschaftsorgan, das die Ausgabe von Aktien beschließt, bei der Beschlussfassung über die Ausgabe von Aktien unter Beachtung der geltenden gesetzlichen Bestimmungen, in welcher Weise und innerhalb welcher Frist die Bezugsrechte ausübt werden können.	3.4.5 Met inachtneming van het bepaalde in artikel 2:96a BW, stelt het orgaan dat tot uitgifte van Aandelen besluit, bij het nemen van een besluit tot uitgifte van Aandelen, met inachtneming van de wettelijke bepalingen, vast op welke wijze en in welk tijdvak de voorkoersrechten kunnen worden uitgeoefend.
3.4.6 This article 3.4 applies equally to the granting of rights to subscribe for Shares.	3.4.6 Diese Ziffer 3.4 gilt auch für die Gewährung von Rechten zur Zeichnung von Aktien.	3.4.6 Dit artikel 3.4 is van overeenkomstige toepassing op het verlenen van rechten tot het nemen van Aandelen.
4 OWN SHARES AND CAPITAL REDUCTION	4 EIGENE AKTIEN UND KAPITALHERABSETZUNG	4 EIGEN AANDELEN EN KAPITAALVERMINDERING
4.1 Acquisition of Shares by the Company	4.1 Erwerb von Aktien durch die Gesellschaft	4.1 Verrijging van Aandelen door de Vennootschap
4.1.1 The Company may acquire fully paid up Shares if and insofar the General Meeting	4.1.1 Die Gesellschaft kann voll eingezahlte Aktien erwerben, wenn und soweit die	4.1.1 De Vennootschap mag volgestorte Aandelen verkrijgen als en voor zover de Algemene

14

has authorised the Board to do so with due observance of the statutory provisions. The General Meeting determines in its authorisation the number of Shares the Company may acquire, in what manner and at what price range. Acquisition by the Company of not paid-up or partially paid-up Shares is null and void.	Hauptversammlung den Verwaltungsrat dazu unter Beachtung der gesetzlichen Vorschriften ermächtigt hat. Die Hauptversammlung legt in ihrer Ermächtigung fest, wie viele Aktien die Gesellschaft auf welche Weise und in welcher Preisspanne erwerben darf. Der Erwerb von nicht oder nur teilweise eingezahlten Aktien durch die Gesellschaft ist nichtig.	Vergadering het Bestuur daartoe heeft gemachtigd met inachtneming van de wettelijke bepalingen. De Algemene Vergadering bepaalt in de machtiging het aantal Aandelen dat de Vennootschap mag verkrijgen, op welke wijze en tussen welke grenzen de prijs moet liggen. Verrijging door de Vennootschap van niet-volgestorte of gedeeltelijk volgestorte Aandelen is nietig.
4.1.2 No authorisation as referred to in article 4.1.1 is required if the Company repurchases fully paid-up Shares for the purpose of transferring these Shares to employees of the Company or of a Group Company under any applicable equity plan, provided that these Shares are quoted on an official list of a stock exchange.	4.1.2 Es ist keine Ermächtigung im Sinne von Ziffer 4.1.1 erforderlich, wenn die Gesellschaft voll eingezahlte Aktien zum Zwecke der Übertragung dieser Aktien an Mitarbeiter der Gesellschaft oder einer Konzerngesellschaft im Rahmen eines anwendbaren Aktienplans zurückkauft, sofern diese Aktien an einer offiziellen Börse im Kursblatt notiert sind.	4.1.2 De machtiging als bedoeld in artikel 4.1.1 is niet vereist voor de verrijging door de Vennootschap van volgestorte Aandelen om deze Aandelen, krachtens een voor hen geldende werknemersregeling, over te dragen aan werknemers van de Vennootschap of een Groepsmaatschappij, mits deze Aandelen zijn opgenomen in een prijscourant van een officiële beurs.
4.1.3 The Company may acquire Shares against payment in cash or in a form other than cash. If the Company acquires Shares by virtue of the authorisation referred to in article 4.1.1, the cash equivalent of a payment in a form other than cash as determined by the Board,	4.1.3 Die Gesellschaft kann Aktien gegen Barzahlung oder in anderer Form als gegen Bargeld erwerben. Erwirbt die Gesellschaft Aktien aufgrund der Ermächtigung gemäß Ziffer 4.1.1, muss der Gegenwert einer Zahlung in einer anderen Form als Bargeld, die vom	4.1.3 De Vennootschap mag Aandelen verkrijgen tegen betaling in geld of in een andere vorm dan in geld. Als de Vennootschap Aandelen verkrijgt onder de in artikel 4.1.1 bedoelde machtiging, moet de door het Bestuur bepaalde tegenwaarde van een betaling in een andere vorm dan in geld liggen binnen de in de

15

must be within the limits of the authorisation.	Verwaltungsrat festgelegt wird, innerhalb der Grenzen der Ermächtigung liegen.	machtiging bepaalde grenzen.
4.1.4 This article 4.1 does not apply to Shares acquired by the Company under universal title.	4.1.4 Diese Ziffer 4.1 gilt nicht für Aktien, die von der Gesellschaft im Wege der Gesamtrechtsnachfolge erworben wurden.	4.1.4 Dit artikel 4.1 is niet van toepassing op Aandelen verkregen door de Vennootschap onder algemene titel.
4.2 Capital reduction	4.2. Kapitalherabsetzung	4.2 Kapitaalvermindering
4.2.1 Pursuant to a proposal of the Board, the General Meeting may decide to reduce the issued share capital with due observance of section 2:99 BW.	4.2.1 Auf Vorschlag des Verwaltungsrats kann die Hauptversammlung eine Herabsetzung des ausgegebenen Grundkapitals beschließen, wobei die Bestimmungen des Art. 2:99 BW zu beachten sind.	4.2.1 De Algemene Vergadering kan op voorstel van het Bestuur besluiten het geplaatste kapitaal te verminderen, met inachtneming van het bepaalde in artikel 2:99 BW.
4.2.2 The issued share capital may be reduced by reducing the nominal value of Shares by means of an amendment to these articles of association or by cancelling Shares.	4.2.2 Das ausgegebene Aktienkapital kann durch Herabsetzung des Nennwerts der Aktien im Wege einer Satzungsänderung oder durch Einziehung von Aktien herabgesetzt werden.	4.2.2 Het geplaatste kapitaal kan worden verminderd door de nominale waarde van Aandelen te verlagen door middel van een wijziging van deze statuten of door intrekking van Aandelen.
4.2.3 If less than one half of the issued share capital is represented at the General Meeting, a resolution of the General Meeting to reduce the share capital will require a majority of at least two-thirds majority of the votes cast.	4.2.3 Ist weniger als die Hälfte des ausgegebenen Grundkapitals in der Hauptversammlung vertreten, so bedarf ein Beschluss der Hauptversammlung über die Herabsetzung des Grundkapitals einer Mehrheit von mindestens zwei Dritteln der	4.2.3 Als minder dan de helft van het geplaatste kapitaal in de Algemene Vergadering is vertegenwoordigd, vereist een besluit van de Algemene Vergadering tot vermindering van het geplaatste kapitaal een meerderheid van ten minste twee derden van de uitgebrachte stemmen.

16

4.2.4 A resolution to cancel Shares can only relate to Shares held by the Company itself or of which it holds the depository receipts.	4.2.4 Ein Beschluss zur Einziehung von Aktien kann sich nur auf Aktien beziehen, die von der Gesellschaft selbst gehalten werden oder deren Hinterlegungsscheine sie besitzt.	4.2.4 Een besluit tot intrekking van Aandelen kan slechts Aandelen betreffen die de Vennootschap zelf houdt of waarvan zij de certificaten houdt.
4.2.5 Reduction of the nominal value of the Shares without repayment and without release from the obligation to pay up the Shares shall take place proportionately on all Shares. The requirement of proportion may be deviated from with the consent of all Shareholders concerned.	4.2.5 Die Herabsetzung des Nennwerts der Aktien ohne Rückzahlung und ohne Befreiung von der Verpflichtung zur Einzahlung der Aktien erfolgt anteilmäßig für alle Aktien. Von dem Erfordernis der Anteilmäßigkeit kann mit Zustimmung aller betroffenen Aktionäre abgewichen werden.	4.2.5 Vermindering van de nominale waarde van de Aandelen zonder terugbetaling en zonder ontheffing van de verplichting tot volstorting, vindt naar evenredigheid op alle Aandelen plaats. Van het vereiste van evenredigheid kan worden afgeweken met instemming van alle betrokken Aandeelhouders.
5 SHAREHOLDERS REGISTER	5 AKTIONÄRSREGISTER	5 AANDEELHOUDERSREGISTER
5.1 Shareholders register	5.1 Aktionärsregister	5.1 Aandeelhoudersregister
5.1.1 The Board shall keep a shareholders register as referred to in section 2:85 BW. The register may be kept in electronic form.	5.1.1 Der Verwaltungsrat führt ein Aktionärsregister im Sinne des Art. 2:85 BW. Das Register kann in elektronischer Form geführt werden.	5.1.1 Het Bestuur houdt een aandeelhoudersregister als bedoeld in artikel 2:85 BW. Het register kan in elektronische vorm worden gehouden.
5.1.2 The register shall be updated at regular intervals and will state the name and address of each Shareholder and any other information on the Shareholder that may be required by law or deemed appropriate by the Board. Holders of Shares that are not included in the	5.1.2 Das Register wird in regelmäßigen Abständen aktualisiert und enthält den Namen und die Anschrift jedes einzelnen Aktionärs sowie alle sonstigen Informationen, die ggf. gesetzlich vorgeschrieben sind oder vom Verwaltungsrat als angemessen	5.1.2 Het register wordt regelmatig bijgehouden en vermeldt van elke Aandeelhouder de naam, het adres en de overige door de wet vereiste of door het Bestuur passend geachte informatie. Houders van Aandelen die niet zijn opgenomen in het Wettelijk Giraal Systeem verschaffen aan het Bestuur tijdig de nodige

17

Statutory Giro System shall provide the Board with the information needed in a timely manner. The Shareholder is responsible for any consequences of not providing such information or of providing incorrect information.	erachtlet werden; Inhaber von Aktien, die nicht in den Gesetzlichen Giroeffektenverkehr einbezogen sind, müssen dem Verwaltungsrat die erforderlichen Informationen rechtzeitig zur Verfügung stellen. Der Aktionär ist für alle Folgen verantwortlich, die sich aus der Nichtbereitstellung dieser Informationen oder aus der Bereitstellung falscher Informationen ergeben.	informatie. De Aandeelhouder is verantwoordelijk voor de gevolgen van het niet, of onjuist, verstrekken van dergelijke gegevens.
5.1.3 The shareholders register may be kept in separate parts and at different locations. Part of the register may be kept outside the Netherlands in order to comply with foreign legislation or with requirements made by a foreign stock exchange. A register is deemed to be kept where the registrar is located.	5.1.3 Das Aktionärsregister kann in getrennten Teilen und an verschiedenen Orten geführt werden. Ein Teil des Registers kann außerhalb der Niederlande geführt werden, um ausländischen Rechtsvorschriften oder den Anforderungen einer ausländischen Börse zu entsprechen. Ein Register gilt als dort geführt, wo sich der Registerführer befindet.	5.1.3 Het aandeelhoudersregister kan in verschillende delen en op verschillende locaties worden gehouden. Het aandeelhoudersregister kan deels buiten Nederland worden gehouden ter voldoening aan de daar geldende wetgeving of op grond van buitenlandse beursvoorschriften. Een register wordt geacht te worden gehouden waar de beheerder gevestigd is.
5.1.4 Any Shares included in the Statutory Giro System will be registered in the name of Euroclear Netherlands or the relevant Intermediary.	5.1.4 Alle Aktien, die in den Gesetzlichen Giroeffektenverkehr einbezogen sind, werden auf den Namen von Euroclear Netherlands oder des jeweiligen Intermediärs eingetragen.	5.1.4 Aandelen opgenomen in het Wettelijk Giraal Systeem worden op naam van Euroclear Nederland of de betreffende Intermediair geregistreerd.
5.1.5 Upon request and at no cost, the Board	5.1.5 Der Verwaltungsrat stellt einem Aktionär	5.1.5 Het Bestuur verstrekt op verzoek kosteloos

18

shall provide a Shareholder with an extract from the register relating to his right to a Share.	auf Antrag kostenlos einen Auszug aus dem Register zur Verfügung, der sich auf sein Recht an einer Aktie bezieht.	aan een Aandeelhouder een uittreksel uit het register over zijn recht op een Aandeel.
5.1.6 Persons with Meeting Rights may inspect the register at the address of the Company. The preceding sentence does not apply to the part of the register kept outside the Netherlands in order to comply with foreign legislation or with requirements made by a foreign stock exchange.	5.1.6 Personen mit Teilnahmerecht können das Register unter der Adresse der Gesellschaft einsehen. Der vorstehende Satz gilt nicht für den Teil des Registers, der außerhalb der Niederlande geführt wird, um ausländischen Rechtsvorschriften oder den Anforderungen einer ausländischen Börse zu entsprechen.	5.1.6 Vergadergerechtigden kunnen het register inzien op het adres van de Vennootschap. De vorige zin is niet van toepassing op het gedeelte van het register dat buiten Nederland wordt gehouden ter voldoening aan de daar geldende wetgeving of op grond van buitenlandse beursvoorschriften.
5.1.7 If any Shares form part of an undivided community of property, the joint participants may only be represented towards the Company by a person who has been designated by them in writing for that purpose. The preceding sentence does not apply to Shares included in the Statutory Giro System.	5.1.7 Gehören Aktien zu einer ungeteilten Bruchteilsgemeinschaft, so können sich die Beteiligten gegenüber der Gesellschaft nur durch eine Person vertreten lassen, die sie zu diesem Zweck schriftlich bevollmächtigt haben. Der vorstehende Satz gilt nicht für Aktien, die in den Gesetzlichen Giroeffektenverkehr einbezogen sind.	5.1.7 Als Aandelen tot een gemeenschap behoren, kunnen de gezamenlijke gerechtigden alleen vertegenwoordigd worden ten opzichte van de Vennootschap door een persoon die zij daartoe schriftelijk hebben aangewezen. De vorige zin is niet van toepassing op Aandelen opgenomen in het Wettelijk Giraal Systeem.
5.1.8 This article 5.1 equally applies to usufructuaries or pledgees who have a right on one or more Shares, with the exception of a pledgee as referred to in section 2:86c(4) BW.	5.1.8 Diese Ziffer 5.1 gilt auch für Nießbraucher oder Pfandgläubiger, die ein Recht an einer oder mehreren Aktien haben, mit Ausnahme eines Pfandgläubigers im Sinne von Art.2:86c(4) BW.	5.1.8 Dit artikel 5.1 is van overeenkomstige toepassing op vruchtgebruikers of pandhouders die een recht van vruchtgebruik of een pandrecht op één of meerdere Aandelen hebben, met uitzondering van de pandhouder zoals bedoeld in artikel 2:86c(4)

19

6 RIGHT OF PLEDGE AND RIGHT OF USUFRUCT		6 PFANDRECHT UND NIEßBRAUCHSRECHT		6 PANDRECHTEN RECHT VAN VRUCHTGEBRUIK	
6.1 Right of pledge		6.1. Pfandrecht		6.1 Pandrecht	
6.1.1 Shares may be pledged.		6.1.1 Die Aktien können verpfändet werden.		6.1.1 Aandelen kunnen worden verpand.	
6.1.2 The pledgee has the voting rights attached to pledged Shares if this was agreed in writing when the right of pledge was created or at a later date. In absence of such written agreement, the Shareholder holds the voting rights attached to the pledged Shares.		6.1.2 Der Pfandgläubiger hat die mit den verpfändeten Aktien verbundenen Stimmrechte, wenn dies bei der Begründung des Pfandrechts oder zu einem späteren Zeitpunkt schriftlich vereinbart wurde. In Ermangelung einer solchen schriftlichen Vereinbarung verfügt der Aktionär über die mit den verpfändeten Aktien verbundenen Stimmrechte.		6.1.2 De pandhouder heeft het stemrecht op een verpand Aandeel als dat schriftelijk is overeengekomen bij de vestiging van het pandrecht of daarna. Indien dat niet schriftelijk is overeengekomen, heeft de Aandeelhouders het stemrecht op verpande Aandelen.	
6.1.3 Only pledgees with voting rights have Meeting Rights. Shareholders who do not have voting rights as a result of a share pledge, do have Meeting Rights. Pledgees without voting rights do not have Meeting Rights.		6.1.3 Nur stimmberechtigte Pfandgläubiger haben ein Teilnahmerecht. Aktionäre, die aufgrund einer Verpfändung von Aktien nicht stimmberechtigt sind, haben ein Teilnahmerecht. Nicht stimmberechtigte Pfandgläubiger haben kein Teilnahmerecht.		6.1.3 Alleen pandhouders die stemrecht hebben, hebben Vergaderrecht. Aandeelhouders die als gevolg van een pandrecht geen stemrecht hebben, hebben wel Vergaderrecht. Pandhouders zonder stemrecht hebben geen Vergaderrecht.	
6.2 Right of usufruct		6.2 Nießbrauchsrecht		6.2 Recht van vruchtgebruik	
6.2.1 A right of usufruct may be created on Shares.		6.2.1 An Aktien kann ein Nießbrauchsrecht bestellt werden.		6.2.1 Op Aandelen kan een recht van vruchtgebruik worden geverstigd.	
6.2.2 The usufructuary of Shares has the voting rights attached to the Shares if this was		6.2.2 Der Nießbraucher von Aktien hat die mit den Aktien verbundenen Stimmrechte,		6.2.2 De vruchtgebruiker heeft het stemrecht op een Aandeel belast met een recht van	

20

agreed in writing when the right of usufruct was created or at a later date. In absence of such written agreement, the Shareholder has the voting rights attached to the Shares that are subject to the right of usufruct.		wenn dies bei Begründung des Nießbrauchsrechts oder zu einem späteren Zeitpunkt schriftlich vereinbart wurde. Fehlt eine solche schriftliche Vereinbarung, so hat der Aktionär die mit dem Nießbrauchsrecht unterliegenden Aktien verbundenen Stimmrechte.		vruchtgebruik als dat schriftelijk is overeengekomen bij de vestiging van het recht van vruchtgebruik of daarna. Indien dat niet schriftelijk is overeengekomen, heeft de Aandeelhouders het stemrecht op Aandelen belast met een recht van vruchtgebruik.	
6.2.3 Only usufructuaries with voting rights have Meeting Rights. Shareholders who do not have voting rights as a result of a right of usufruct do have Meeting Rights. Usufructuaries without voting rights do not have Meeting Rights.		6.2.3 Nur stimmberechtigte Nießbraucher haben ein Teilnahmerecht. Aktionäre, die aufgrund eines Nießbrauchsrechts nicht stimmberechtigt sind, haben ein Teilnahmerecht. Nicht stimmberechtigte Nießbraucher haben kein Teilnahmerecht.		6.2.3 Alleen vruchtgebruikers die stemrecht hebben, hebben Vergaderrecht. Aandeelhouders die als gevolg van een recht van vruchtgebruik geen stemrecht hebben, hebben wel Vergaderrecht. Vruuchtgebruikers zonder stemrecht hebben geen Vergaderrecht.	
7 TRANSFER OF SHARES		7 ÜBERTRAGUNG VON AKTIEN		7 LEVERING VAN AANDELEN	
7.1 Transfer of Shares		7.1 Übertragung von Aktien		7.1 Levering van Aandelen	
7.1.1 The transfer of rights a Shareholder holds with regard to Shares included in the Statutory Giro System takes place in accordance with the provisions of the Wge.		7.1.1 Die Übertragung von Rechten, die ein Aktionär in Bezug auf Aktien hat, die in den Gesetzlichen Giroeffektenverkehr einbezogen sind, erfolgt gemäß den Bestimmungen des Wge.		7.1.1 De levering van rechten van een Aandeelhouders op Aandelen opgenomen in het Wettelijk Giraal Systeem vindt plaats in overeenstemming met de bepalingen van de Wge.	
7.1.2 The transfer of Shares not included in the Statutory Giro System, requires a deed executed for that purpose and, save in the event that the Company itself is a party to the transaction, written acknowledgement		7.1.2 Die Übertragung von Aktien, die nicht in den Gesetzlichen Giroeffektenverkehr einbezogen sind, erfordert eine zu diesem Zweck ausgefertigte Urkunde und, sofern die Gesellschaft nicht selbst		7.1.2 De levering van Aandelen niet opgenomen in het Wettelijk Giraal Systeem, vereist een daartoe bestemde akte en, behoudens in het geval dat de Vennootschap zelf partij is bij de rechtshandeling, schriftelijke erkenning van de	

21

of that transfer by the Company. Service of the deed of transfer or of a certified notarial copy or extract of that deed, on the Company, will be the equivalent of acknowledgement as stated in this article 7.1.2. This article 7.1.2 applies equally to the creation of a right of pledge or a right of usufruct on a Share that is not included in the Statutory Giro System, provided that a right of pledge may also be established without acknowledgement by or service on the Company, with due observance of section 2:86c(4) BW.	Partei des Rechtsgeschäfts ist, eine schriftliche Bestätigung dieser Übertragung durch die Gesellschaft. Die Zustellung der Übertragungsurkunde oder einer beglaubigten notariellen Abschrift oder eines Auszugs aus dieser Urkunde an die Gesellschaft gilt als gleichwertig mit der in dieser Ziffer 7.1.2 genannten Bestätigung. Diese Ziffer 7.1.2 gilt auch für die Begründung eines Pfandrechts oder eines Nießbrauchsrechts an einer Aktie, die nicht in den Gesetzlichen Giroeffektenverkehr einbezogen ist, mit der Maßgabe, dass ein Pfandrecht auch ohne Bestätigung durch die Gesellschaft oder Zustellung an diese begründet werden kann, wobei Art. 2:86c(4) BW zu beachten ist.	overdracht door de Vennootschap. Met de erkenning als vermeld in dit artikel 7.1.2 staat gelijk de betekening van de leveringsakte of een gewaarmerkt notarieel afschrift of uittreksel daarvan aan de Vennootschap. Dit artikel 7.1.2 is van overeenkomstige toepassing op de vestiging van een pandrecht of een recht van vruchtgebruik op een Aandeel dat niet is opgenomen in het Wettelijk Giraal Systeem, met dien verstande dat een pandrecht ook kan worden gevestigd zonder erkenning door of betekening aan de Vennootschap, met inachtneming van het bepaalde in artikel 2:86c(4)BW.
7.1.3 Delivery (uitlevering) of Shares included in the Statutory Giro System may only take place with due observance of the provisions of the Wge.	7.1.3 Die Übergabe (uitlevering) von Aktien, die in den Gesetzlichen Giroeffektenverkehr einbezogen sind, kann nur unter Beachtung der Bestimmungen des Wge erfolgen.	7.1.3 Uitlevering van Aandelen opgenomen in het Wettelijk Giraal Systeem kan alleen plaatsvinden met inachtneming van het bepaalde in de Wge.
8 MANAGEMENT: ONE-TIER BOARD	8 MANAGEMENT: EINSTUFIGER (MONISTISCHER) VERWALTUNGSRAT	8 BESTUUR: ONE-TIER BESTUUR

22

8.1 Composition of the Board and division of duties	8.1 Zusammensetzung des Verwaltungsrats und Aufgabenteilung	8.1 Samenstelling van het Bestuur en interne organisatie
8.1.1 The Company is managed by the Board. The management duties are divided among one or more Non-Executive Directors and one or more Executive Directors. The majority of the Directors must be Non-Executive Directors. The Board determines the number of Executive Directors and the number of Non-Executive Directors. Without prejudice to this article 8.1.1, the Board decides whether any Board positions are vacant.	8.1.1 Die Gesellschaft wird vom Verwaltungsrat geleitet. Die Geschäftsführungsaufgaben sind zwischen einem oder mehreren Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitgliedern und einem oder mehreren Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitgliedern aufgeteilt. Bei der Mehrheit der Verwaltungsratsmitglieder muss es sich um Nicht Geschäftsführende Verwaltungsmglieder handeln. Der Verwaltungsrat bestimmt die Anzahl der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder und die Anzahl der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder. Unbeschadet dieser Ziffer 8.1.1 entscheidet der Verwaltungsrat, ob Positionen im Verwaltungsrat vakant sind.	8.1.1 De Vennootschap wordt bestuurd door het Bestuur. De bestuurstaken worden verdeeld over een of meer Niet-Uitvoerende Bestuurders en een of meer Uitvoerende Bestuurders. De meerderheid van de Bestuurders moeten Niet-Uitvoerende Bestuurders zijn. Het Bestuur bepaalt het aantal Uitvoerende Bestuurders en het aantal Niet-Uitvoerende Bestuurders. Onverminderd dit artikel 8.1.1, bepaalt het Bestuur of er vacatures binnen het Bestuur zijn.
8.1.2 The Executive Directors are primarily responsible for the day-to-day	8.1.2 Die Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder sind in erster	8.1.2 De Uitvoerende Bestuurders zijn in de eerste plaats verantwoordelijk voor het dagelijks

23

management of the Company. The Non-Executive Directors supervise the Executive Directors' policy and performance of duties and the Company's general affairs and its business, and give advice to the Executive Directors. The Non-Executive Directors furthermore perform any duties allocated to them under or pursuant to the law or these articles of association. The Executive Directors shall timely provide the Non-Executive Directors with the information they need to carry out their duties.	Linie für das Tagesgeschäft der Gesellschaft verantwortlich. Die Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder überwachen die Strategie der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder, die Erfüllung ihrer Aufgaben und die allgemeinen Angelegenheiten der Gesellschaft und der Geschäfte und beraten die Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder. Die Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder nehmen darüber hinaus alle Aufgaben wahr, die ihnen nach dem Gesetz oder dieser Satzung zugewiesen sind. Die Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder stellen den Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitgliedern rechtzeitig die Informationen zur Verfügung, die sie zur Erfüllung ihrer Aufgaben benötigen.	bestuur van de Vennootschap. De Niet-Uitvoerende Bestuurders houden toezicht op het beleid en de uitoefening van de taken van de Uitvoerende Bestuurders en op de algemene gang van zaken van de Vennootschap en de met haar verbonden onderneming, en geven advies aan de Uitvoerende Bestuurders. De Niet-Uitvoerende Bestuurders vervullen verder alle taken die bij of krachtens de wet of de statuten aan hen zijn opgedragen. De Uitvoerende Bestuurders verstrekken tijdig aan de Niet-Uitvoerende Bestuurders de informatie die zij nodig hebben voor de uitoefening van hun taken.
8.1.3 The Board will designate one of the Non-Executive Directors as Senior Independent Director.	8.1.3 Der Verwaltungsrat wird eines der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder zum Leitenden	8.1.3 Het Bestuur wijst één van de Niet-Uitvoerende Bestuurders aan als Senior Independent Director.

24

The Board will designate one of the Executive Directors as Chief Executive Officer and one of the Executive Directors as Chief Financial Officer. The Board may grant other titles to Directors.	Verwaltungsratsmitglied ernennen. Der Verwaltungsrat ernennt eines der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder zum Chief Executive Officer und einen der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder zum Chief Financial Officer. Der Verwaltungsrat kann Verwaltungsratsmitgliedern andere Titel verleihen.	Het Bestuur wijst één van de Uitvoerende Bestuurders aan als Chief Executive Officer en één van de Uitvoerende Bestuurders als Chief Financial Officer. Het Bestuur kan andere titels aan Bestuurders toekennen.
8.1.4 With due observance of these articles of association, the Board will adopt Board Rules concerning its organisation, decision-making, the duties and organisation of committees and other internal matters concerning the Board, the Executive Directors, the Non-Executive Directors and the committees established by the Board. In performing their duties, the Directors shall act in compliance with the Board Rules.	8.1.4 Unter Beachtung dieser Satzung gibt sich der Verwaltungsrat eine Geschäftsordnung, die seine Organisation, Entscheidungsfindung, die Aufgaben und die Organisation der Ausschüsse sowie andere interne Angelegenheiten des Verwaltungsrats, der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder, der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder und der vom Verwaltungsrat eingesetzten Ausschüsse regelt. Bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben handeln die Verwaltungsratsmitglieder	8.1.4 Het Bestuur stelt, met inachtneming van deze statuten, een Bestuursreglement vast met betrekking tot haar organisatie, besluitvorming, de taken en organisatie van de commissies en andere interne aangelegenheden van het Bestuur, de Uitvoerende Bestuurders, de Niet-Uitvoerende Bestuurders en de door het Bestuur ingestelde commissies. De Bestuurders zullen bij de uitvoering van hun taken handelen in overeenstemming met het Bestuursreglement.

25

	im Einklang mit der Geschäftsordnung des Verwaltungsrats.	
8.1.5 The Board may divide its duties and powers among the Directors by means of the Board Rules or otherwise in writing with due observance of the following provisions:	8.1.5 Der Verwaltungsrat kann seine Aufgaben und Befugnisse über die Geschäftsordnung oder anderweitig schriftlich unter Beachtung der folgenden Bestimmungen unter den Verwaltungsratsmitgliedern aufteilen:	8.1.5 Het Bestuur kan in het Bestuursreglement of anderszins schriftelijk de bestuurs taken en bevoegdheden verdelen over de Bestuurders met inachtneming van de volgende bepalingen:
(a) Non-Executive Directors may not be deprived of their duty to supervise the performance of Directors;	(a) die Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder dürfen nicht von ihrer Pflicht entbunden werden, die Leistung der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder zu überwachen;	(a) de taak om toezicht te houden op de taakuitoefening door Bestuurders kan niet worden ontnomen aan Niet-Uitvoerende Bestuurders;
(b) an Executive Director may not be appointed Senior Independent Director or vice-chairperson;	(b) ein Geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied kann nicht zum Leitenden Unabhängigen Verwaltungsratsmitglied oder zum stellvertretenden Vorsitzenden ernannt werden;	(b) een Uitvoerende Bestuurder kan niet tot Senior Independent Director of vicevoorzitter worden benoemd;
(c) the power to make nominations for the appointment of a Director may not be allocated to Executive Directors; and	(c) die Befugnis, Nominierungen für die Bestellung eines Verwaltungsratsmitglieds	(c) het recht voordrachten voor de benoeming van een Bestuurder te doen kan niet aan Uitvoerende Bestuurders worden toebedeeld; en
(d) the power to determine the remuneration of an Executive Director may not be allocated to one or more Executive Directors.		(d) het vaststellen van de bezoldiging van een Uitvoerende Bestuurder kan niet aan een of meerdere Uitvoerende Bestuurders worden toebedeeld.
Subject to the Board's authority, one or more Directors may adopt valid		Onverminderd de bevoegdheid van het Bestuur, kunnen een of meer Bestuurders

26

resolutions on any business pertaining to his or their duties and powers, allocated to him or them pursuant to this article 8.1.5.	abzugeben, kann nicht an Geschäftsführende Verwaltungsratsmitglieder vergeben werden; und	rechtsgeldig besluiten nemen omtrent zaken die tot zijn respectievelijk hun taak behoren en omtrent bevoegdheden die aan hem respectievelijk hen zijn toegekend met inachtneming van dit artikel 8.1.5.
	(d) die Befugnis, die Vergütung eines Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieds festzulegen, kann nicht einem mehreren Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitgliedern zugewiesen werden. Vorbehaltlich der Befugnisse des Verwaltungsrats können ein oder mehrere Verwaltungsratsmitglieder gültige Beschlüsse über alle Angelegenheiten fassen, die mit ihren Aufgaben und Befugnissen zusammenhängen, die ihnen gemäß dieser Ziffer 8.1.5 zugewiesen wurden.	
8.2 Appointment of Directors	8.2 Ernennung von Verwaltungsratsmitgliedern	8.2 Benoeming van Bestuurders
8.2.1 The General Meeting appoints the Directors on a binding nomination by the Board.	8.2.1 Die Hauptversammlung ernannt die Verwaltungsratsmitglieder auf verbindlichen Vorschlag des Verwaltungsrats.	8.2.1 De Algemene Vergadering benoemt de Bestuurders op bindende voordracht van het Bestuur.

27

8.2.2 If a Director is to be appointed, the Board shall make a nomination and shall state whether a person is nominated for appointment as Executive Director or Non-Executive Director and shall state the term of office. Executive Directors shall not participate in the deliberations and decision-making process of the Board regarding a nomination for the appointment of a Director. The binding nomination shall be included in the notice of the General Meeting at which the appointment shall be considered.	8.2.2 Soll ein Verwaltungsratsmitglied ernannt werden, macht der Verwaltungsrat einen Vorschlag ab, gibt an, ob eine Person für die Ernennung als Geschäftsführendes oder Nicht Geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied vorgeschlagen wird, und nennt die Amtszeit. Die Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder nehmen nicht an den Beratungen und der Entscheidungsfindung des Verwaltungsrats in Bezug auf einen Vorschlag für die Ernennung als Verwaltungsratsmitglied teil. Der verbindliche Vorschlag wird in die Einberufung zur Hauptversammlung aufgenommen, in der über die Ernennung entschieden werden soll.	8.2.2 Als ein Bestuurder moet worden benoemd, doet het Bestuur een voordracht en vermeldt of een persoon wordt voorgedragen voor benoeming tot Uitvoerend Bestuurder of Niet Uitvoerend Bestuurder en de termijn van benoeming. Uitvoerende Bestuurders zullen niet deelnemen aan de beraadslaging en besluitvorming van het Bestuur omtrent een voordracht tot de benoeming van een Bestuurder. De bindende voordracht zal worden opgenomen in de oproeping van de Algemene Vergadering waarin de benoeming zal worden overwogen.
8.2.3 The General Meeting may cancel the binding nature of a nomination for the appointment of a Director by means of a resolution adopted by an absolute majority of the votes cast representing more than one third of the issued share capital.	8.2.3 Die Hauptversammlung kann die Verbindlichkeit eines Vorschlags für die Ernennung eines Verwaltungsratsmitglieds durch Beschluss aufheben, der mit der absoluten Mehrheit der abgegebenen Stimmen, die mehr als ein Drittel des ausgegebenen Grundkapitals vertreten,	8.2.3 De Algemene Vergadering kan aan een voordracht tot benoeming van een Bestuurder het bindend karakter ontnemen bij een besluit dat is genomen met een volstrekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen, welke meerderheid meer dan een derde van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt.

28

8.2.4 If the nomination comprises one candidate for a vacancy to be filled, the effect of a resolution on the nomination will be that that candidate is appointed, unless the binding nature of the nomination is cancelled.	8.2.4 Umfasst der Vorschlag einen Kandidaten für eine zu besetzende Stelle, so hat ein Beschluss über den Vorschlag die Wirkung, dass dieser Kandidat ernannt wird, es sei denn, die Verbindlichkeit des Vorschlags wird aufgehoben.	8.2.4 Als de voordracht één kandidaat voor een te vervullen vacature bevat, heeft een besluit over de voordracht tot gevolg dat die kandidaat is benoemd, tenzij het bindend karakter aan de voordracht wordt ontnomen.
8.2.5 If the General Meeting cancelled the binding nature of the nomination, the Board has the exclusive right to make a new binding nomination in accordance with article 8.2.2 or to withdraw the vacancy in the Board. If the binding nature of the nomination is cancelled twice and the Board has not withdrawn the vacancy within four weeks after the General Meeting cancelled the binding nature of a nomination for the second time, then the Shareholders will be free to put the appointment of a Director on the agenda, with due observance of article 9.3.3.	8.2.5 Hat die Hauptversammlung die Verbindlichkeit des Vorschlags aufgehoben, hat der Verwaltungsrat das ausschließliche Recht, einen neuen verbindlichen Vorschlag gemäß Ziffer 8.2.2 zu machen oder die Vakanz im Verwaltungsrat zu widerrufen. Wenn die Verbindlichkeit des Vorschlags zweimal aufgehoben wird und der Verwaltungsrat die Vakanz nicht innerhalb von vier Wochen widerrufen hat, nachdem die Hauptversammlung zum zweiten Mal die Verbindlichkeit eines Vorschlags aufgehoben hat, steht es den Aktionären frei, die Ernennung eines Verwaltungsratsmitglieds unter Beachtung der Ziffer 9.3.3 auf die Tagesordnung zu setzen.	8.2.5 Als het bindend karakter aan de voordracht is ontnomen door de Algemene Vergadering, heeft het Bestuur het exclusieve recht een nieuwe bindende voordracht te doen in overeenstemming met artikel 8.2.2 of de vacature in het Bestuur in te trekken. Als voor de tweede maal het bindend karakter aan de voordracht is ontnomen en het Bestuur niet binnen vier weken nadat de Algemene Vergadering het bindend karakter voor de tweede keer aan de voordracht heeft ontnomen de vacature in heeft getrokken, dan staat het de Aandeelhouders vrij met inachtneming van artikel 9.3.3 de benoeming van een Bestuurder te agenderen.
8.2.6 A Director shall be appointed for a term	8.2.6 Ein Verwaltungsratsmitglied wird für	8.2.6 Een Bestuurder wordt voor een periode

29

lapsing ultimately at the end of the annual General Meeting held in the fourth year after the year of his appointment or re-appointment, unless specified otherwise in the nomination for his appointment or re-appointment. A Director may be re-appointed with due observance of this article 8.2.6.	eine Amtszeit bestellt, die spätestens mit Ablauf der ordentlichen Hauptversammlung endet, die im vierten Jahr nach dem Jahr seiner Ernennung oder Wiederernennung stattfindet, es sei denn, in dem Vorschlag für seine Ernennung oder Wiederernennung wird etwas anderes bestimmt. Ein Verwaltungsratsmitglied kann unter Beachtung dieser Ziffer 8.2.6 wiedernannt werden.	benoemd die uiterlijk afloopt aan het eind van de jaarlijkse Algemene Vergadering die gehouden wordt in het vierde jaar na het jaar van zijn benoeming of herbenoeming, tenzij hiervan is afgeweken bij het besluit tot benoeming of herbenoeming. Een Bestuurder kan worden herbenoemd in overeenstemming met dit artikel 8.2.6.
In deviation from this article 8.2.6, the Founder may be unlimitedly appointed and re-appointed as a Director for an indefinite period of time.	In Abweichung von dieser Ziffer 8.2.6 kann der Gründer unbeschränkt auf unbestimmte Zeit zum Verwaltungsratsmitglied ernannt und wiedernannt werden.	In afwijking van dit artikel 8.2.6 kan de Oprichter onbeperkt worden benoemd en herbenoemd als Bestuurder voor onbepaalde tijd.
The Board may draw up a retirement schedule for the Non-Executive Directors.	Der Verwaltungsrat kann einen Pensionierungsplan für die Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder aufstellen.	Het Bestuur kan een schema van aftreden opstellen voor de Niet-Uitvoerende Bestuurders.
8.3 Suspension and dismissal of Directors	8.3 Suspending and Abberufung von Verwaltungsratsmitgliedern	8.3 Schorsing en ontslag van Bestuurders
8.3.1 The General Meeting may suspend or dismiss a Director. Unless proposed by the Board, the General Meeting may only resolve to suspend or dismiss a Director	8.3.1 Die Hauptversammlung kann ein Verwaltungsratsmitglied suspendieren oder abberufen. Sofern nicht vom Verwaltungsrat vorgeschlagen, kann die	8.3.1 De Algemene Vergadering kan een Bestuurder schorsen of ontslaan. Tenzij op voorstel van het Bestuur, kan de Algemene Vergadering een besluit tot schorsing of

30

with a majority with at least two-thirds of the votes cast, representing more than half of the issued share capital.	Hauptversammlung die Suspendierung eines Verwaltungsratsmitglieds nur mit einer Mehrheit von mindestens zwei Dritteln der abgegebenen Stimmen, die mehr als die Hälfte des ausgegebenen Grundkapitals vertreten, beschließen.	ontslag van een Bestuurder alleen nemen met een meerderheid van ten minste twee derde van de uitgebrachte stemmen, welke meerderheid meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt.
8.3.2 The Board may suspend an Executive Director at any time. A suspension by the Board may, at any time, be discontinued by either the Board or the General Meeting.	8.3.2 Der Verwaltungsrat kann ein Geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied jederzeit suspendieren. Eine Suspendierung durch den Verwaltungsrat kann jederzeit entweder durch den Verwaltungsrat oder die Hauptversammlung aufgehoben werden.	8.3.2 Het Bestuur kan een Uitvoerende Bestuurder altijd schorsen. Een schorsing door het Bestuur kan altijd door het Bestuur of de Algemene Vergadering worden opgeheven.
8.3.3 A suspension may be extended one or more times, but the total duration of the suspension may not exceed three months. If at the end of that period, no decision has been taken on termination of the suspension or on dismissal, the suspension shall end.	8.3.3 Eine Suspendierung kann ein- oder mehrmals verlängert werden, doch darf die Gesamtdauer der Suspendierung drei Monate nicht überschreiten. Ist nach Ablauf dieses Zeitraums keine Entscheidung über die Beendigung der Suspendierung oder über die Abberufung ergangen, so endet die Suspendierung.	8.3.3 Een schorsing kan één of meer malen worden verlengd, maar de totale duur van de schorsing kan niet langer dan drie maanden zijn. Als aan het eind van die periode geen beslissing is genomen over de beëindiging van de schorsing of een ontslag, zal de schorsing eindigen.
8.4 Directors' inability to act and vacancies	8.4 Verhinderung der Verwaltungsratsmitglieder und Vakanzen	8.4 Belet en ontstentenis van Bestuurders

31

8.4.1	If the seat of an Executive Director is vacant or in case an Executive Director is unable to act, the remaining Executive Director or Executive Directors shall temporarily be entrusted with the tasks and duties of that Executive Director. The Board may divide the relevant duties of the Executive Director whose position is vacant or who is unable to act to one or more Directors with due observance of articles 8.1.2 and 8.1.5. In addition, the Board may designate a temporary deputy. If all Executive Director positions are vacant or all Executive Directors are unable to act, the Non-Executive Directors shall be entrusted with the tasks and duties of the Executive Directors, notwithstanding that the Board may provide for a temporary deputy. The person or persons charged with the management of the Company pursuant to this article 8.4.1, shall serve no longer than (i) the Executive Director for which he served as a replacement is unable to act or (ii) the moment at which General Meeting subsequently appoints one or more persons as Executive Director.	8.4.1	Ist der Sitz eines Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieds vakant oder ist ein Geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied verhindert, so werden die Aufgaben und Pflichten des betreffenden Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglied vorübergehend von dem oder den verbleibenden Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitgliedern übernommen. Der Verwaltungsrat kann die entsprechenden Aufgaben des Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieds, dessen Position vakant ist oder das verhindert ist, auf einen oder mehrere Verwaltungsratsmitglieder aufteilen, wobei die Ziffern 8.1.2 und 8.1.5 zu beachten sind. Darüber hinaus kann der Verwaltungsrat einen vorübergehenden Stellvertreter benennen. Sind alle Positionen der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder vakant oder sind alle Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder verhindert, werden die Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder mit den	8.4.1	Als een Uitvoerende Bestuurder ontbreekt of verhindert is, zal de overblijvende Uitvoerende Bestuurder of zullen de overblijvende Uitvoerende Bestuurders tijdelijk belast zijn met de taken en bevoegdheden van die Uitvoerende Bestuurder. Het Bestuur kan de taken van de betreffende Uitvoerende Bestuurder die ontbreekt of verhindert is verdelen over één of meer Bestuurders, met inachtneming van artikelen 8.1.2 en 8.1.5. Het Bestuur kan daarnaast een tijdelijke vervanger aanwijzen. Als alle Uitvoerende Bestuurders ontbreken of verhindert zijn, zullen de Niet-Uitvoerende Bestuurders tijdelijk belast zijn met de taken en bevoegdheden van de Uitvoerende Bestuurders, onverminderd de bevoegdheid van het Bestuur om een tijdelijke vervanger aan te wijzen. De persoon of personen die met het bestuur van de vennootschap is of zijn belast als vermeld in dit artikel 8.4.1, blijven niet langer in functie dan (i) tot het tijdstip dat de Uitvoerend Bestuurder voor wie hij als plaatsvervanger optrad verhindert is of (ii) tot het moment waarop de Algemene Vergadering één of meer personen tot Uitvoerend Bestuurder benoemt.
-------	--	-------	---	-------	--

32

	Aufgaben und Pflichten der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder betraut, ungeachtet der Tatsache, dass der Verwaltungsrat einen vorübergehenden Stellvertreter bestimmen kann. Die mit der Leitung der Gesellschaft gemäß dieser Ziffer 8.4.1 beauftragte(n) Person(en) bleibt/bleiben nur so lange im Amt, (i) wie die Verhinderung des Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieds, für das er/sie als Stellvertreter fungierte, andauert, oder (ii) bis die Hauptversammlung schließlich eine oder mehrere Personen zum Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglied ernannt.	
8.4.2 If the seat of a Non-Executive Director is vacant or in case a Non-Executive Director is unable to act, the remaining Non-Executive Director or Non-Executive Directors shall temporarily be entrusted with the tasks and duties of that Non-Executive Director. The Board may divide the relevant duties of the Non-Executive Director whose position is vacant or who is unable to act, to one or more Non-	8.4.2 Ist der Sitz eines Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieds vakant oder ist ein Nicht Geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied verhindert, wird/werden das/de verbleibende(n) Nicht Geschäftsführende(n) Verwaltungsratsmitglied(er) vorübergehend mit den Aufgaben und Pflichten dieses Nicht	8.4.2 Als een Niet-Uitvoerend Bestuurder ontbreekt of verhindert is, zal de overblijvende Niet-Uitvoerende Bestuurder of zullen de overblijvende Niet-Uitvoerende Bestuurders tijdelijk belast zijn met de taken en bevoegdheden van die Niet-Uitvoerende Bestuurder. Het Bestuur kan de taken van de betreffende Niet-Uitvoerende Bestuurder die ontbreekt of verhindert is verdelen over één of meer Bestuurders, met inachtneming van

33

Executive Directors with due observance of articles 8.1.2 and 8.1.5. In addition, the Board may designate a temporary deputy. If all Non-Executive Director positions are vacant or all Non-Executive Directors are unable to act, the person that most recently served as Senior Independent Director and/or a person or persons designated by that person shall be temporarily entrusted with the tasks and duties of the Non-Executive Directors. If the person that most recently served as Senior Independent Director and/or a person or persons designated by that person is unable or unwilling to be temporarily entrusted with the tasks and duties of the Non-Executive Directors, the General Meeting shall be authorised to temporarily entrust the tasks and duties of the Non-Executive Directors to one or more persons. If all Non-Executive Director positions are vacant, that person shall as soon as possible take the necessary measures to make definitive arrangements. The person or persons charged with the tasks and duties of the Non-Executive Directors pursuant to this	Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieds betraut. Der Verwaltungsrat kann die entsprechenden Aufgaben des Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieds, dessen Position vakant ist oder das verhindert ist, unter Beachtung der Ziffern 8.1.2 und 8.1.5 an eines oder mehrere Verwaltungsratsmitglieder verteilen. Darüber hinaus kann der Verwaltungsrat einen vorübergehenden Stellvertreter ernennen. Sind alle Positionen der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder vakant oder sind alle Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder verhindert, wird die Person, die zuletzt als Leitendes Unabhängiges Verwaltungsratsmitglied tätig war, und/oder eine oder mehrere von dieser Person benannte Personen vorübergehend mit den Aufgaben und Pflichten der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder betraut. Wenn die Person, die zuletzt als	artikelen 8.1.2 en 8.1.5. Het Bestuur kan daarnaast een tijdelijke vervanger aanwijzen. Als alle Niet-Uitvoerende Bestuurders ontbreken of verhindert zijn, zal de persoon die het meest recent de functie van Senior Independent Director heeft vervuld en/of een persoon of personen die door die persoon is of zijn aangewezen tijdelijk belast zijn met de taken en bevoegdheden van de Niet-Uitvoerende Bestuurders. Als de persoon die het meest recent de functie van Senior Independent Director heeft vervuld of de personen die door die persoon zijn aangewezen niet in staat of bereid is om tijdelijk met de taken en bevoegdheden van de Niet-Uitvoerende Bestuurders te worden belast, is de Algemene Vergadering bevoegd de taken en bevoegdheden van de Niet-Uitvoerende Bestuurders tijdelijk aan één of meer personen op te dragen. Als alle Niet-Uitvoerende Bestuurders ontbreken of verhindert zijn, neemt die persoon zo spoedig mogelijk de nodige maatregelen om een definitieve voorziening te treffen. De persoon of personen die belast is of zijn met de taken en bevoegdheden van de Niet-Uitvoerende Bestuurders als vermeld in dit artikel 8.4.2.
---	---	---

34

article 8.4.2 shall serve no longer than (i) the Non-Executive Director(s) for which he served as a replacement is unable to act or (ii) until the moment at which General Meeting subsequently appoints one or more persons as Non-Executive Director.	Leitendes Unabhängiges Verwaltungsratsmitglied tätig war, und/oder eine oder mehrere von dieser Person benannte Personen nicht in der Lage oder nicht bereit sind, vorübergehend mit den Aufgaben und Pflichten der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder betraut zu werden, ist die Hauptversammlung ermächtigt, die Aufgaben und Pflichten der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder vorübergehend einer oder mehreren Personen zu übertragen. Sind alle Positionen der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder vakant, so trifft diese Person so schnell wie möglich die notwendigen Maßnahmen für dauerhafte Vorkehrungen. Die Person(en), die mit den Aufgaben und Pflichten der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder gemäß dieser Ziffer 8.4.2 betraut ist/sind, bleibt/bleiben nur so lange im Amt, (i) wie das/die Nicht Geschäftsführende(n)	blijft of blijven niet langer in functie dan (i) het tijdstip dat de Niet-Uitvoerende Bestuurder(s) voor wie hij als plaatsvervanger optrad verhindert is of (ii) tot het moment waarop de Algemene Vergadering één of meer personen tot Niet-Uitvoerend Bestuurder benoemt.
---	--	--

35

	Verwaltungsratsmitglied(er), den/die er/sie vertritt/vertreten, verhindert ist/sind, oder (ii) bis zu dem Zeitpunkt, zu dem die Hauptversammlung eine oder mehrere Personen als Nicht-Geschäftsführende/s Verwaltungsratsmitglied(er) bestellt.	
8.4.3 If the Senior Independent Director is absent or unable to act, another Non-Executive Director designated by the Board may be entrusted with the duties of the Senior Independent Director.	8.4.3 Bei Abwesenheit oder Verhinderung des Leitenden Unabhängigen Verwaltungsratsmitglieds kann ein anderes vom Verwaltungsrat benanntes Nicht-Geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied mit den Aufgaben des Leitenden Unabhängigen Verwaltungsratsmitglieds betraut werden.	8.4.3 Als de Senior Independent Director ontbreekt of verhinderd is, kan een andere Niet-Uitvoerende Bestuurder aangewezen door het Bestuur de taken van de Senior Independent Director vervullen.
8.4.4 A Director shall in any event be considered to be unable to act within the meaning of articles 8.4.1, 8.4.2 and 8.4.3:	8.4.4 Ein Verwaltungsratsmitglied gilt in jedem Fall als verhindert im Sinne der Ziffern 8.4.1, 8.4.2 und 8.4.3:	8.4.4 Een Bestuurder wordt in elk geval geacht te zijn verhinderd in de zin van de artikelen 8.4.1, 8.4.2 en 8.4.3:
(a) during the Director's suspension;	(a) während der Suspendierung des Verwaltungsratsmitglieds;	(a) tijdens de schorsing van de Bestuurder;
(b) during a period when the Company cannot contact the Director (including as a result of illness) and such period of time lasted longer than five consecutive days or a different	(b) während eines Zeitraums, in dem die Gesellschaft das Verwaltungsratsmitglied nicht kontaktieren kann (auch aufgrund von Krankheit) wenn	(b) tijdens een periode waarin de Vennootschap geen contact met de Bestuurder kan leggen (waaronder in het geval van ziekte) en die periode langer duurde dan vijf opeenvolgende

36

amount of time as determined by the Board due to specific circumstances; or	dieser Zeitraum länger als fünf aufeinanderfolgende Tage oder einen anderen Zeitraum, der vom Verwaltungsrat aufgrund besonderer Umstände festgelegt wurde, andauert; oder	dagen of een door het Bestuur bepaalde, vanwege specifieke omstandigheden, afwijkende periode; of
(c) during the period of time in which the Director has informed the Board that the Director will be temporarily unable to perform his duties due to personal circumstances.	(c) während des Zeitraums, in dem das Verwaltungsratsmitglied den Verwaltungsrat darüber informiert hat, dass es aufgrund persönlicher Umstände vorübergehend nicht in der Lage sein wird, sein Amt auszuüben.	(c) tijdens een periode waarin de Bestuurder het Bestuur heeft geïnformeerd dat de Bestuurder om persoonlijke redenen tijdelijk niet in staat is zijn taken te verrichten.
8.5 Remuneration	8.5 Vergütung	8.5 Bezoldiging
8.5.1 The Company has a policy in respect of the remuneration of the Executive Directors and the Non-Executive Directors. This combined policy is, or these policies are, proposed by the Board for adoption by the General Meeting. The General Meeting adopts the policy by an absolute majority of the votes cast.	8.5.1 Die Gesellschaft hat eine Richtlinie für die Vergütung der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder und der Nicht-Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder erlassen. Diese kombinierte Richtlinie bzw. Richtlinien wird bzw. werden vom Verwaltungsrat zur Annahme durch die Hauptversammlung vorgeschlagen. Die Hauptversammlung nimmt die Richtlinie	8.5.1 De Vennootschap heeft een beleid met betrekking tot de bezoldiging van de Uitvoerende Bestuurders en de Niet-Uitvoerende Bestuurders. Het beleid, al dan niet gecombineerd voor Uitvoerende Bestuurders en Niet-Uitvoerende Bestuurders, wordt op voorstel van het Bestuur vastgesteld door de Algemene Vergadering bij een volstrekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen.

37

	mit der absoluten Mehrheit der abgegebenen Stimmen an.	
8.5.2 Without prejudice to section 2:135a(4) BW, the remuneration and other terms of service for the Executive Directors is determined by the Board with due observance of the remuneration policy adopted by the General Meeting. The Executive Directors shall not participate in the deliberations and decision-making process of the Board in determining the remuneration and other terms of service for the Executive Directors.	8.5.2 Unbeschadet des Art. 2:135a(4) BW werden die Vergütung und die sonstigen Vertragsbedingungen der Geschäftsführenden Verwalteratsmitglieder vom Verwaltungsrat unter Berücksichtigung der von der Hauptversammlung angenommenen Vergütungsrichtlinien festgelegt. Die Geschäftsführenden Verwalteratsmitglieder nehmen nicht an den Beratungen und dem Entscheidungsprozess des Verwaltungsrats bei der Festlegung der Vergütung und der sonstigen Bedingungen der Geschäftsführenden Verwalteratsmitglieder teil.	8.5.2 Onverminderd artikel 2:135a(4) BW wordt de bezoldiging en de andere voorwaarden van de overeenkomst van opdracht van de Uitvoerende Bestuurders vastgesteld door het Bestuur met inachtneming van het door de Algemene Vergadering vastgestelde bezoldigingsbeleid. De Uitvoerende Bestuurders nemen niet deel aan de beraadslaging en besluitvorming van het Bestuur omtrent het vaststellen van de bezoldiging en de overige voorwaarden van de Uitvoerende Bestuurders.
8.5.3 Without prejudice to section 2:135a(4) BW, the remuneration of the Non-Executive Directors is determined by the General Meeting with due observance of the remuneration policy adopted by the General Meeting.	8.5.3 Unbeschadet des Art. 2:135a(4) BW wird die Vergütung der Nicht Geschäftsführenden Verwalteratsmitglieder von der Hauptversammlung unter Berücksichtigung der von der Hauptversammlung angenommenen Vergütungsrichtlinie festgelegt.	8.5.3 Onverminderd artikel 2:135a(4) BW, wordt de bezoldiging van de Niet-Uitvoerende Bestuurders vastgesteld door de Algemene Vergadering met inachtneming van het door de Algemene Vergadering vastgestelde bezoldigingsbeleid.
8.5.4 The Board shall submit a proposal for	8.5.4 Der Verwaltungsrat legt der	8.5.4 Het Bestuur legt een voorstel ten aanzien van

38

arrangements in the form of Shares or rights to subscribe for Shares to the General Meeting for its approval. The proposal shall in any event state the permitted number of Shares or rights to subscribe for Shares to be allocated to the Board, as well as the applicable criteria for granting or amending such rights. If the General Meeting's approval is lacking, the Board's authority to represent the Company will not be affected.	Hauptversammlung einen Vorschlag für Regelungen in Form von Aktien oder Rechten zur Zeichnung von Aktien oder Genehmigung vor. Der Vorschlag muss in jedem Fall die zulässige Anzahl von Aktien oder Rechten zur Zeichnung von Aktien, die dem Verwaltungsrat zugeleitet werden sollen, sowie die geltenden Kriterien für die Gewährung oder Änderung solcher Rechte enthalten. Fehlt die Zustimmung der Hauptversammlung, so wird die Vertretungsbefugnis des Verwaltungsrats hiervon nicht berührt.	regelingen in de vorm van Aandelen of rechten tot het nemen van Aandelen ter goedkeuring voor aan de Algemene Vergadering. In het voorstel moet ten minste zijn bepaald hoeveel Aandelen of rechten tot het nemen van Aandelen aan het Bestuur mogen worden toegekend en welke criteria gelden voor toekenning of wijziging van dergelijke rechten. Het ontbreken van de goedkeuring van de Algemene Vergadering tast de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het Bestuur niet aan.
8.6 Internal organisation and adoption of resolutions	8.6 Interne Organisation und Beschlussfassung	8.6 Interne organisatie en besluitvorming
8.6.1 Each Director has one vote. Blank votes, invalid votes and abstentions from voting shall count as votes not cast. In a tied vote, the proposal is rejected, except in case that (i) the Founder is a Director, (ii) he is not considered unable to act in accordance with article 8.4.1 or 8.4.2 and (iii) is entitled to vote on the proposal concerned, in such case, the Founder as a Director has a casting vote in a tied vote.	8.6.1 Jedes Verwalteratsmitglied hat eine Stimme. Leerstimmen, ungültige Stimmen und Stimmenthaltungen gelten als nicht abgegebene Stimmen. Bei Stimmgleichheit ist der Vorschlag abgelehnt, es sei denn, dass (i) der Gründer ein Verwalteratsmitglied ist, (ii) er nicht als verhindert im Sinne von Ziffer 8.4.1 oder 8.4.2 gilt und (iii) berechtigt ist, über den betreffenden Vorschlag abzustimmen; in diesem Fall	8.6.1 Iedere Bestuurder heeft één stem. Blanco stemmen, ongeldige stemmen en stemonthoudingen worden aangemerkt als niet uitgebracht. Bij staking van stemmen is het voorstel verworpen, behalve in het geval dat (i) de Oprichter een Bestuurder is, (ii) hij niet geacht wordt verhinderd te zijn als bedoeld in artikel 8.4.1 of 8.4.2 en (iii) hij stemgerechtigd is ten aanzien van het betreffende voorstel, in dat geval heeft de Oprichter als Bestuurder een

39

	hat der Gründer als Verwalteratsmitglied die ausschlaggebende Stimme.	als bei der Stimmgleichheit	doorslaggevende stem bij een staking van stemmen.
8.6.2 A Director may only be represented at a meeting of the Board by another Director who is entitled to vote and has been authorised in writing.	8.6.2 Ein Verwaltungsratsmitglied kann sich in einer Sitzung des Verwaltungsrats nur durch ein anderes stimmberechtigtes und schriftlich bevollmächtigtes Verwaltungsratsmitglied vertreten lassen.	8.6.2	8.6.2 Een Bestuurder kan zich in een vergadering alleen laten vertegenwoordigen door een andere schriftelijk gevolmachtigde stemgerechtigde Bestuurder.
8.6.3 The Board may determine that resolutions require the consenting vote of a majority of the Non-Executive Directors entitled to vote. Such resolutions must be clearly specified and laid down in writing.	8.6.3 Der Verwaltungsrat kann festlegen, dass Beschlüsse die Zustimmung der Mehrheit der stimmberechtigten Nicht-Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder erfordern. Solche Beschlüsse müssen eindeutig festgelegt und schriftlich festgehalten werden.	8.6.3	8.6.3 Het Bestuur kan bepalen dat besluiten de goedkeurende stem van een meerderheid van de stemgerechtigde Niet-Uitvoerende Bestuurders vereist. Die besluiten moeten duidelijk worden gespecificeerd en schriftelijk worden vastgesteld.
8.6.4 If a Director has a direct or indirect personal conflict of interest with the Company and its business, he may not participate in the Board's deliberations and decision-making on that matter.	8.6.4 Befindet sich ein Verwaltungsratsmitglied in einem direkten oder indirekten persönlichen Interessenkonflikt mit der Gesellschaft und ihrer Geschäftstätigkeit, darf es an den Beratungen und Entscheidungen des Verwaltungsrats in dieser Angelegenheit nicht teilnehmen.	8.6.4	8.6.4 Een Bestuurder neemt niet deel aan de beraadslaging en besluitvorming van het Bestuur met betrekking tot een onderwerp als hij daarbij een direct of indirect persoonlijk belang heeft dat tegenstrijdig is met het belang van de Vennootschap en de met haar verbonden onderneming.
8.6.5 If no resolution of the Board can be	8.6.5 Kann ein Beschluss des	8.6.5	8.6.5 Als geen besluit van het Bestuur kan worden

40

adopted as a result of article 8.6.4 being applicable to all Directors entitled to vote, the resolution may nevertheless be adopted by the Board and article 8.6.4 does not apply.	Verwaltungsrats nicht gefasst werden, weil Ziffer 8.6.4 für alle stimmberechtigten Verwaltungsratsmitglieder gilt, kann der Beschluss dennoch vom Verwaltungsrat gefasst werden und Ziffer 8.6.4 findet keine Anwendung.	genomen doordat artikel 8.6.4 van toepassing is op alle stemgerechtigde Bestuurders, kan het besluit toch worden genomen door het Bestuur. Artikel 8.6.4 is dan niet van toepassing.
8.6.6 The approval of the General Meeting is required for resolutions of the Board regarding an important change in the identity or character of the Company or its business, including in any event: (a) the transfer of the business enterprise, or practically the entire business enterprise, to a third party; (b) concluding or cancelling a long-lasting cooperation of the Company or a Subsidiary with another legal person or company or as a fully liable general partner in a partnership, provided that the cooperation or cancellation is of material significance to the Company; and (c) acquiring or disposing of a	8.6.6 Die Genehmigung der Hauptversammlung ist erforderlich für Beschlüsse des Verwaltungsrats, die eine wesentliche Änderung der Identität oder des Charakters der Gesellschaft oder ihrer Geschäftstätigkeit betreffen, einschließlich aller Fälle: (a) die Übertragung des Unternehmens oder praktisch des gesamten Unternehmens auf einen Dritten; (b) Abschluss oder Kündigung einer langfristigen Zusammenarbeit der Gesellschaft oder einer Tochtergesellschaft mit einer anderen juristischen Person oder einem Unternehmen oder als unbeschränkt haftende	8.6.6 De goedkeuring van de Algemene Vergadering is vereist voor besluiten van het Bestuur omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de Vennootschap of de onderneming, waaronder in ieder geval: (a) overdracht van de onderneming of vrijwel de gehele onderneming aan een derde; (b) het aangaan of verbreken van duurzame samenwerking van de Vennootschap of een Dochtermaatschappij met een andere rechtspersoon of vennootschap dan wel als volledig aansprakelijke vennoot in een personenvennootschap, als deze samenwerking of verbreking van ingrijpende betekenis is voor de

41

participating interest in the share capital of a company with a value of at least one-third of the Company's assets, as shown in the consolidated balance sheet with explanatory notes according to the last adopted Annual Accounts, by the Company or a Subsidiary.	Gesellschafterin einer Personengesellschaft, sofern die Zusammenarbeit oder Kündigung für die Gesellschaft von wesentlicher Bedeutung ist; und	Vennootschap; en
The absence of approval of the General Meeting will not affect the authority of the Board or its Executive Directors to represent the Company.	(c) Erwerb oder Veräußerung einer Beteiligung am Gesellschaftskapital eines Unternehmens im Wert von mindestens einem Drittel der Aktiva der Gesellschaft, wie sie in der konsolidierten Bilanz mit Erläuterungen gemäß des letzten festgestellten Jahresabschlusses ausgewiesen sind, durch die Gesellschaft oder eine Tochtergesellschaft. Von der fehlenden Genehmigung der Hauptversammlung wird die Befugnis des Verwaltungsrats oder seiner Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder, die Gesellschaft zu vertreten, nicht berührt.	(c) het nemen of afstoten van een deelneming in het kapitaal van een vennootschap ter waarde van ten minste een derde van de activa van de Vennootschap, zoals blijkt uit de geconsolideerde balans met toelichting volgens de laatste vastgestelde Jaarrekening, door de Vennootschap of een Dochtermaatschappij. Het ontbreken van de goedkeuring van de Algemene Vergadering last de bevoegdheid van het Bestuur of haar Uitvoerende Bestuurders om de Vennootschap te vertegenwoordigen niet aan.
8.6.7 A written confirmation of one or more	8.6.7 Eine schriftliche Bestätigung eines oder	8.6.7 Als bewijs van een of meer besluiten door het

42

resolutions adopted by the Board in a meeting, which is signed by the chairperson of the relevant meeting is deemed to be evidence of those resolutions.	mehrere vom Verwaltungsrat in einer Versammlung gefassten Beschlüsse, die vom Vorsitzenden der betreffenden Versammlung unterzeichnet ist, gilt als Nachweis für diese Beschlüsse.	Bestuur in vergadering genomen, geldt een door de voorzitter van die vergadering ondertekende schriftelijke bevestiging.
8.7 Representation	8.7 Vertretung	8.7 Vertegenwoordiging
8.7.1 The Board as well as each Executive Director acting individually may represent the Company.	8.7.1 Der Verwaltungsrat sowie jedes Geschäftsführende Verwaltungsratsmitglied kann die Gesellschaft einzeln vertreten.	8.7.1 Het Bestuur alsmede iedere Uitvoerende Bestuurder afzonderlijk kan de Vennootschap vertegenwoordigen.
8.7.2 The Company may grant a power of attorney to one or more persons who may or may not be employed by the Company or a Group Company or grant a continuing power of representation in any other way.	8.7.2 Die Gesellschaft kann einer oder mehreren Personen, die bei der Gesellschaft oder einer Konzerngesellschaft angestellt sein können oder auch nicht angestellt sind, eine Vollmacht erteilen oder auf andere Weise eine fortlaufende Vertretungsbefugnis erteilen.	8.7.2 De Vennootschap kan aan één of meer personen, al dan niet in dienst van de Vennootschap of een Groepsmaatschappij, een procuratie of op een andere wijze doorlopende vertegenwoordigingsbevoegdheid toekennen.
8.8 Indemnity	8.8 Freistellung	8.8 Vrijwaring
8.8.1 Unless Dutch law provides otherwise, current and former Directors and such other current or former officers of the Company or its Group Companies as designated by the Board, are indemnified, held harmless and reimbursed by the Company for:	8.8.1 Sofern das niederländische Recht nichts anderes vorsieht, werden derzeitige und frühere Verwaltungsratsmitglieder und andere derzeitige oder frühere Führungskräfte der Gesellschaft oder ihrer Konzerngesellschaften, die vom Verwaltungsrat bestimmt werden, von der Gesellschaft freigestellt von und	8.8.1 Voor zover uit de Nederlandse wet niet anders voortvloeit, worden huidige en voormalige Bestuurders en andere huidige of voormalige functionarissen van de Vennootschap of haar Groepsmaatschappijen zoals aangewezen door het Bestuur gevrijwaard van schade loos gesteld en worden aan hen vergoed door de

43

	schadlos gehalten und entschädigt für:	Vennootschap:
(a) the reasonable costs of conducting a defence against claims resulting from an act or omission in performing their duties or in performing other duties the Company has asked them to fulfil;	(a) die angemessenen Kosten für die Abwehr von Ansprüchen, die sich aus einer Handlung oder Unterlassung in Ausübung ihres Amtes oder in Erfüllung anderer Aufgaben ergeben, mit denen die Gesellschaft sie beauftragt hat;	(a) de redelijke kosten van het voeren van verdediging tegen aanspraken ten gevolge van een handelen of nalaten in de uitoefening van hun functie of van een andere functie die zij op verzoek van de Vennootschap vervullen of hebben vervuld;
(b) any costs, financial losses, damages, compensation or financial penalties they owe in connection with an act or omission as referred to in article 8.8.1(a);	(b) alle Kosten, finanziellen Verluste, Schäden, oder Entschädigungen die sie im Zusammenhang mit einer Handlung oder Unterlassung gemäß Ziffer 8.8.1(a) schulden;	(b) eventuele kosten, financiële verliezen, schade, schadevergoedingen of boetes die zij verschuldigd zijn in verband met een handelen of nalaten als bedoeld in artikel 8.8.1(a);
(c) any amounts they owe under settlements they have reasonably entered into in connection with an act or omission as referred to in article 8.8.1(a);	(c) alle Beträge, die sie aufgrund von Vergleichsen schulden, die sie im Zusammenhang mit einer Handlung oder Unterlassung gemäß Ziffer 8.8.1(a) vernünftigerweise geschlossen haben;	(c) bedragen die zij verschuldigd zijn uit schikkingen die zij in redelijkheid zijn aangegaan in verband met een handelen of nalaten als bedoeld in artikel 8.8.1(a);
(d) the reasonable costs of other proceedings in which they are involved as a current or former Director, except for proceedings in which they are primarily asserting their own claims; and	(d) die angemessenen Kosten anderer Verfahren, an denen	(d) de redelijke kosten voor het optreden in andere procedures waarin zij als (voormalig) Bestuurder zijn betrokken, behalve procedures waarin zij hoofdzakelijk een eigen vordering geldend maken; en
(e) tax damage due to		(e) belastingsschade vanwege

	vergoadingen in overeenstemming met dit artikel 8.8.1.	
reimbursements in accordance with this article 8.8.1.	sie als derzeitiges oder ehemaliges Verwaltungsratsmitglied beteiligt sind, mit Ausnahme von Verfahren, in denen sie in erster Linie ihre eigenen Ansprüche geltend machen; und (e) Steuerschäden aufgrund von Erstattungen nach dieser Ziffer 8.8.1.	
8.8.2 An indemnified person is not entitled to the indemnification and reimbursement as referred to in article 8.8.1 insofar as: (a) it has been established in a final and non-appealable decision of the competent court or, in the event of arbitration, of an arbitrator, that the act or omission of the indemnified person can be described as deliberate (opzettelijk), wilfully reckless (bewust roekeloos) or seriously culpable (ernstig verwijtbaar). In that case, the indemnified person must immediately repay the sums	8.8.2 Eine freigestellte Person hat keinen Anspruch auf Freistellung oder Entschädigung gemäß Ziffer 8.8.1 soweit: (a) in einer rechtskräftigen Entscheidung des zuständigen Gerichts oder, im Falle eines Schiedsverfahrens, eines Schiedsrichters festgestellt wurde, dass die Handlung oder Unterlassung der freigestellten Person als vorsätzlich (opzettelijk), bewusst fahrlässig (bewust roekeloos) oder erheblich schuldhaft (ernstig	8.8.2 Een gevrijwaard persoon heeft geen aanspraak op de in artikel 8.8.1 bedoelde vrijwaring en vergoeding voor zover: (a) door de bevoegde rechter of, in het geval van arbitrage, door een arbiter, bij kracht van gewijsde is vastgesteld dat het handelen of nalaten van de gevrijwaarde persoon kan worden gekenschetst als opzettelijk, bewust roekeloos of ernstig verwijtbaar. In dat geval moet de gevrijwaarde persoon de door de Vennootschap voorgeschoten of vergoede bedragen meteen terugbetalen, tenzij uit de Nederlandse wet anders voortvloeit of

advanced or reimbursed by the Company, unless Dutch law provides otherwise or this would, in the given circumstances, be unacceptable according to standards of reasonableness and fairness; (b) the costs, financial losses, damages, compensation or financial penalties owed by the indemnified person are covered by an insurance policy and the insurer has paid out these costs, financial losses, damages, compensation or financial penalties; or (c) the indemnified person failed to notify the Company in writing as soon as reasonably possible of the costs, financial losses, damages, compensation or financial penalties or of the circumstances that could lead to the incurrance thereof.	<i>verwijlbaar</i>) bezeichnen werden kann, in diesem Fall muss die freigestellte Person die von der Gesellschaft vorgestreckten oder erstatteten Beträge unverzüglich zurückzahlen, es sei denn, das niederländische Recht sieht etwas anderes vor oder dies wäre unter den gegebenen Umständen nach den Maßstäben der Angemessenheit und Billigkeit unannehmbar; (b) die von der freigestellten Person geschuldeten Kosten, finanziellen Verluste, Schäden, Entschädigungen oder Geldstrafen durch eine Versicherungspolice gedeckt sind und der Versicherer diese Kosten, finanziellen Verluste, Schäden, Entschädigungen oder Geldstrafen gezahlt hat; oder (c) die freigestellte Person es versäumt hat, die Gesellschaft	(b) (c)	dat in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn; de kosten, financiële verliezen, schade, schadevergoedingen of boetes verschuldigd door de gewijlwaarde persoon zijn gedeekt door een verzekeringspolis en de verzekeraar deze kosten, financiële verliezen, schade, schadevergoedingen of boetes heeft uitbetaald; of de gewijlwaarde persoon als Vennootschap niet zo spoedig als redelijkerwijs mogelijk schriftelijk in kennis heeft gesteld van de kosten, financiële verliezen, schade, schadevergoedingen of boetes van de omstandigheid die tot het oplopen daarvan kan leiden.
--	---	-----------------------	--

8.8.3 The Company shall reimburse costs, financial losses, damages, compensation or financial penalties immediately on receipt of an invoice or another document showing the costs, financial losses, damages, compensation or financial penalties incurred by the indemnified person, on the condition that the indemnified person has undertaken in writing to repay these costs and reimbursements if and to the extent that a repayment obligation as referred to in article 8.8.2 arises. The Company may request adequate security for this repayment obligation.	so bald wie möglich schriftlich über die Kosten, finanziellen Verluste, Entschädigungen oder Geldstrafen oder über die Umstände, die zu deren Entstehung führen könnten, zu informieren.	8.8.3 Die Gesellschaft erstattet die Kosten, finanziellen Verluste, Schäden, Entschädigungen oder Geldstrafen unverzüglich nach Erhalt einer Rechnung oder eines anderen Dokuments, aus dem die Kosten, finanziellen Verluste, Schäden, Entschädigungen oder Geldstrafen hervorgehen, die der freigestellte Person entstanden sind, unter der Bedingung, dass sich die freigestellte Person schriftlich verpflichtet hat, diese Kosten und Erstattungen zurückzuzahlen, wenn und soweit eine Rückzahlungsverpflichtung im Sinne der Ziffer 8.8.2 entsteht. Die Gesellschaft kann eine angemessene Sicherheit für diese Rückzahlungsverpflichtung verlangen.	8.8.3 De Vennootschap vergoedt kosten, financiële verliezen, schade, schadevergoedingen of boetes direct na ontvangst van een factuur of ander document waaruit de kosten, financiële verliezen, schade, schadevergoedingen of boetes van de gevrijwaarde persoon blijken, als en voor zover de gevrijwaarde persoon schriftelijk heeft toegezegd dat hij deze kosten en vergoedingen zal terugbetalen als en voor zover een terugbetalingsverplichting als bedoeld in artikel 8.8.2 zich voordoet. De Vennootschap kan adequate zekerheid vragen voor deze terugbetalingsverplichting.
--	---	--	--

8.8.4	The indemnified person shall comply with the Company's instructions regarding the defence strategy and coordinate the defence strategy with the Company beforehand to the extent this relates to a third party claim. The indemnified person requires the Company's prior written consent for: (i) acknowledging personal liability, (ii) deciding not to put up a defence and (iii) entering into a settlement.	8.8.4	Die freigestellte Person hat die Weisungen der Gesellschaft bezüglich der Verteidigungsstrategie zu befolgen und die Verteidigungsstrategie vorher mit der Gesellschaft abzustimmen, soweit es sich um Ansprüche Dritter handelt. Die freigestellte Person benötigt die vorherige schriftliche Zustimmung der Gesellschaft für: (i) die Anerkennung der persönlichen Haftung, (ii) den Verzicht auf eine Verteidigung und (iii) den Abschluss eines Vergleichs.	8.8.4	De gevrijwaarde persoon zal de instructies van de Vennootschap volgen met betrekking tot de wijze van verdediging op en stemt de wijze van verdediging van tevoren met de Vennootschap af voor zover dit betrekking heeft op een vordering van een derde. De gevrijwaarde persoon heeft voorafgaande schriftelijke toestemming van de Vennootschap nodig voor: (i) de erkenning van persoonlijke aansprakelijkheid, (ii) het afzien van verweer en (iii) het aangaan van een schikking.
8.8.5	The Company shall take out liability insurance for the benefit of the indemnified persons.	8.8.5	Die Gesellschaft schließt zugunsten der freigestellten Personen eine Haftpflichtversicherung ab.	8.8.5	De Vennootschap zal ten behoeve van de gevrijwaarde personen verzekeringen tegen aansprakelijkheid afsluiten.
8.8.6	The Board may stipulate additional terms, conditions and restrictions in relation to the indemnification referred to in this article 8.8, by agreement or otherwise.	8.8.6	Der Verwaltungsrat kann durch Vereinbarung oder auf andere Weise zusätzliche Bestimmungen, Bedingungen und Einschränkungen in Bezug auf die in dieser Ziffer 8.8 genannte Freistellung festlegen.	8.8.6	Het Bestuur mag, al dan niet bij overeenkomst, aanvullende voorwaarden, bepalingen en beperkingen stellen met betrekking tot de in dit artikel 8.8 bedoelde vrijwaring.
8.8.7	This article 8.8 may be amended without the consent of the indemnified persons, but the indemnity granted in this article 8.8 will remain in force for claims for the reimbursement of costs and other payments as referred to in this article 8.8	8.8.7	Diese Ziffer 8.8 kann ohne Zustimmung der freigestellten Personen geändert werden, jedoch bleibt die in dieser Ziffer 8.8 gewährte Freistellung für Ansprüche auf Erstattung von Kosten und anderen Zahlungen im Sinne dieser Ziffer 8.8 in Kraft.	8.8.7	Dit artikel 8.8 kan worden gewijzigd zonder de instemming van de gevrijwaarde personen, maar de in dit artikel 8.8 verleende vrijwaring blijft gelden voor de in dit artikel 8.8 genoemde aanspraken op vergoeding voor kosten en andere betalingen als die zijn ontstaan uit een

48

	that resulted from an act or omission by the indemnified person in the period when the indemnity was in effect.		Kraft, die sich aus einer Handlung oder Unterlassung der freigestellten Person während des Zeitraums ergeben, in dem die Freistellung in Kraft war.		handelen of nalaten van de gevrijwaarde persoon in de periode waarin de vrijwaring van kracht was.
9	GENERAL MEETING	9	HAUPTVERSAMMLUNG	9	ALGEMENE VERGADERING
9.1	Powers of the General Meeting	9.1	Befugnisse der Hauptversammlung	9.1	Bevoegdheden van de Algemene Vergadering
9.1.1	Within the limits set by the law and these articles of association, the General Meeting has all the powers that have not been conferred upon the Board or others.	9.1.1	Innerhalb der durch das Gesetz und diese Satzung gesetzten Grenzen verfügt die Hauptversammlung über sämtliche Befugnisse, die nicht dem Verwaltungsrat oder anderen Personen übertragen wurden.	9.1.1	Alle bevoegdheden, die niet aan het Bestuur of aan anderen zijn toegekend, behoren aan de Algemene Vergadering, binnen de door de wet en deze statuten gestelde grenzen.
9.1.2	The Board shall provide the General Meeting with all desired information, unless this would be contrary to an overriding interest of the Company.	9.1.2	Der Verwaltungsrat erteilt der Hauptversammlung alle gewünschten Auskünfte, soweit nicht ein überwiegendes Interesse der Gesellschaft entgegensteht.	9.1.2	Het Bestuur verschaft de Algemene Vergadering alle verlangde informatie, tenzij dit in strijd zou zijn met een zwaarder wegend belang van de Vennootschap.
9.2	Convening the General Meeting	9.2	Einberufung der Hauptversammlung	9.2	Oproeping van de Algemene Vergadering
9.2.1	General Meetings are convened by the Board.	9.2.1	Hauptversammlungen werden vom Verwaltungsrat einberufen.	9.2.1	Algemene Vergaderingen worden bijeengeroepen door het Bestuur.
9.2.2	Each year, the Board shall convene at least one General Meeting within six months after the end of the Company's financial year.	9.2.2	Der Verwaltungsrat beruft jedes Jahr mindestens eine Hauptversammlung innerhalb von sechs Monaten nach Abschluss des Geschäftsjahres der Gesellschaft ein.	9.2.2	Het Bestuur roept jaarlijks ten minste één Algemene Vergadering bijeen binnen zes maanden na afloop van het boekjaar van de Vennootschap.
9.2.3	One or more Persons with Meeting Rights	9.2.3	Eine oder mehrere Personen mit	9.2.3	Eén of meer Vergadergerechtigden die alleen

49

individually or jointly representing at least the percentage of the issued share capital as required by law, may request the Board in writing to convene a General Meeting. The request must clearly state the items to be discussed. If the Board fails to take the measures necessary to allow the General Meeting to be held within the statutory term after the request, the requesting person or persons may, upon their application, be authorised by a court in preliminary relief proceedings to convene a General Meeting. Requests as referred to in this article 9.2.3 may be submitted electronically. The Board may attach conditions to requests as referred to in the preceding sentence, which conditions shall then be published on the Company's website.	Teilnahmerecht, die einzeln oder gemeinsam mindestens den gesetzlich vorgeschriebenen Prozentsatz des ausgegebenen Grundkapitals vertreten, können vom Verwaltungsrat schriftlich die Einberufung einer Hauptversammlung verlangen. In dem Antrag müssen die zu behandelnden Tagesordnungspunkte eindeutig angegeben werden. Ergreift der Verwaltungsrat nicht die erforderlichen Maßnahmen, damit die Hauptversammlung innerhalb der gesetzlichen Frist nach dem Antrag abgehalten werden kann, so kann die antragstellende Person bzw. können die antragstellenden Personen auf ihren Antrag hin von einem Gericht im Rahmen eines vorläufigen Rechtsschutzverfahrens zur Einberufung einer Hauptversammlung ermächtigt werden. Die in dieser Ziffer 9.2.3 erwähnten Anträge können auf elektronischem Wege gestellt werden. Der Verwaltungsrat kann die im vorstehenden Satz genannten Anträge	of gezamenlijk ten minste het percentage van het geplaatst kapitaal tegenwoordigen als wettelijk vereist, kunnen schriftelijk onder nauwkeurige opgave van de onderwerpen, het Bestuur verzoeken een Algemene Vergadering bijeen te roepen. Als het Bestuur niet de nodige maatregelen heeft getroffen opdat de Algemene Vergadering binnen de wettelijke termijn na het verzoek gehouden kan worden, kunnen de verzoekende Vergadergerechtigde(n) op zijn/hun verzoek door de voorzieningenrechter van de rechtbank worden gemachtigd tot bijeenroeping van een Algemene Vergadering. Verzoeken zoals bedoeld in dit artikel 9.2.3 kunnen langs elektronische weg ingediend worden. Het Bestuur kan voorwaarden verbinden aan verzoeken zoals bedoeld in de vorige zin, welke voorwaarden dan op de website van de Vennootschap worden geplaatst
---	---	--

50

	mit Bedingungen verknüpfen, die dann auf der Homepage der Gesellschaft veröffentlicht werden.	
9.2.4 Persons with Meeting Rights are convened to a General Meeting with due observance of a notice period of at least such number of days prior to the day of the General Meeting as required by law and in accordance with the law and the regulations of any stock exchange where Shares are quoted on the official list.	9.2.4 Personen mit Teilnahmerecht werden zu einer Hauptversammlung einberufen gemäß den gesetzlichen Vorschriften und den Vorschriften jeder Börse, an der die Aktien notiert sind und unter Einhaltung einer Frist von mindestens so vielen Tagen vor dem Tag der Hauptversammlung, wie es das Gesetz vorschreibt.	9.2.4 Vergadergerechtigden worden opgeroepen tot een Algemene Vergadering met inachtneming van een oproepingstermijn van ten minste een zodanig aantal dagen voorafgaand aan de dag van de Algemene Vergadering zoals de wet vereist en in overeenstemming met de wet en de regelgeving van elke beurs waar de Aandelen zijn genoteerd.
9.2.5 The notice convening a General Meeting is issued by an announcement, which is published electronically which is directly and permanently available until the time of the General Meeting.	9.2.5 Die Einberufung einer Hauptversammlung erfolgt durch Bekanntmachung, die elektronisch veröffentlicht wird und bis zum Zeitpunkt der Hauptversammlung unmittelbar und dauerhaft zugänglich ist.	9.2.5 De oproeping van een Algemene Vergadering vindt plaats door een aankondiging, die langs elektronische weg openbaar is gemaakt en die tot aan de Algemene Vergadering rechtstreeks en permanent toegankelijk is.
9.2.6 The Board may decide that the notice to a Person with Meeting Rights who agrees to an electronic notification, is replaced by a legible and reproducible message sent by electronic mail to the address indicated by him to the Company for such purpose.	9.2.6 Der Verwaltungsrat kann beschließen, dass die Mitteilung an eine Person mit Teilnahmerecht, die einer elektronischen Benachrichtigung zustimmt, durch eine lesbare und reproduzierbare Nachricht ersetzt wird, die per E-Mail an die der Gesellschaft zu diesem Zweck angegebenen Adresse geschickt wird.	9.2.6 Het Bestuur kan bepalen dat de oproeping van een Vergadergerechtigde na diens instemming met elektronische oproeping, wordt vervangen door een per e-mail toegezonden leesbaar en reproduceerbaar bericht aan het adres dat die Vergadergerechtigde daartoe aan de Vennootschap heeft opgegeven.

51

9.3 Location and agenda of the General Meeting	9.3 Ort und Tagesordnung der Hauptversammlung	9.3 Plaats en oproeping van de Algemene Vergadering
9.3.1 General Meetings are to be held in the municipality where the Company has its seat or in Amsterdam, the municipality of Haarlemmermeer (Schiphol Airport), Rotterdam, Eelde or Eindhoven.	9.3.1 Die Hauptversammlungen werden in der Gemeinde, in der die Gesellschaft ihren Sitz hat, oder in Amsterdam, in der Gemeinde Haarlemmermeer (Flughafen Schiphol), in Rotterdam, Eelde oder Eindhoven abgehalten.	9.3.1 De Algemene Vergaderingen kunnen worden gehouden in de gemeente waar de Vennootschap haar zetel heeft of in Amsterdam, de gemeente Haarlemmermeer (Luchthaven Schiphol), Rotterdam, Eelde of Eindhoven.
9.3.2 The Board determines the agenda of the General Meeting.	9.3.2 Der Verwaltungsrat legt die Tagesordnung der Hauptversammlung fest.	9.3.2 Het Bestuur bepaalt de agenda van de Algemene Vergadering.
9.3.3 Items requested to be discussed by one or more Persons with Meeting Rights in writing, individually or jointly representing at least the percentage of the issued share capital as required by law, shall be included in the notice convening the General Meeting or announced in the same manner if the Company has received the substantiated request by no later than on the day prescribed by law. Requests as referred to in the previous sentence may be submitted electronically. The Board may attach conditions to requests as referred to in the preceding sentence, which conditions will then be published on the Company's website.	9.3.3 Tagesordnungspunkte, deren Erörterung von einer oder mehreren Personen mit Teilnahmerecht, die einzeln oder gemeinsam mindestens den gesetzlich vorgeschriebenen Prozentsatz des Grundkapitals vertreten, schriftlich verlangt wird, sind in die Einberufung zur Hauptversammlung aufzunehmen oder in gleicher Weise bekannt zu machen, wenn der entsprechende begründete Antrag spätestens bis zum gesetzlich vorgeschriebenen Datum bei der Gesellschaft eingegangen ist. Anträge im Sinne des vorstehenden Satzes können auf elektronischem Wege	9.3.3 Een onderwerp waarvan de behandeling schriftelijk is verzocht door één of meer Vergadergerechtigden die alleen of gezamenlijk ten minste het percentage van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen als wettelijk vereist, wordt opgenomen in de oproeping van de Algemene Vergadering of op dezelfde wijze aangekondigd als de Vennootschap het met redenen omklede verzoek niet later dan op de wettelijk voorgeschreven dag heeft ontvangen. Verzoeken zoals bedoeld in de vorige zin mogen langs elektronische weg worden ingediend. Het Bestuur kan voorwaarden verbinden aan verzoeken als bedoeld in de vorige zin, welke voorwaarden dan op de

52

	gestellt werden. Der Verwaltungsrat kann die im vorstehenden Satz genannten Anträge mit Bedingungen verbinden, die dann auf der Homepage der Gesellschaft veröffentlicht werden.	website van de Vennootschap worden geplaatst
9.4 Attending the General Meeting	9.4 Teilnahme an der Hauptversammlung	9.4 Bijwonen van de Algemene Vergadering
9.4.1 In respect of a specific General Meeting, Persons with Meeting Rights or Persons with Voting Rights are:	9.4.1 In Bezug auf eine bestimmte Hauptversammlung sind Personen mit Teilnahmerecht oder Personen mit Stimmrecht:	9.4.1 Ten aanzien van een bepaalde Algemene Vergadering zijn Vergadergerechtigden of Stemgerechtigden de personen die:
(a) Persons with Meeting Rights and Persons with Voting Rights who, on the Record Date for such specific General Meeting, have those rights, and	(a) Personen mit Teilnahmerecht und Personen mit Stimmrecht, die am Nachweissichtag für diese spezifische Hauptversammlung über diese Rechte verfügen, und	(a) Vergadergerechtigden en Stemgerechtigden die op de Registratiedatum van de desbetreffende Algemene Vergadering die rechten hebben; en
(b) have been entered as such into a register designated by the Board for this purpose,	(b) die als solche in ein vom Verwaltungsrat zu diesem Zweck bestimmtes Register eingetragen worden sind,	(b) als zodanig zijn ingeschreven in een daartoe door het Bestuur aangewezen register,
regardless of who is entitled to the Shares at the time of the relevant General Meeting.	unabhängig davon, wer zum Zeitpunkt der betreffenden Hauptversammlung Anspruch auf die Aktien hat.	ongeacht wie ten tijde van de desbetreffende Algemene Vergadering rechthebbende op de Aandelen is.
9.4.2 To exercise the rights referred to in article	9.4.2 Zur Ausübung der in Ziffer 9.4.1	9.4.2 Om de in artikel 9.4.1 bedoelde rechten uit te

53

9.4.1, the Persons with Meeting Rights must inform the Company in writing of their intention to do so no later than on the day set out in the notice convening the General Meeting, and in the manner set out in that notice.	genannten Rechte müssen Personen mit Teilnahmerecht die Gesellschaft spätestens an dem Tag, der in der Einberufung zur Hauptversammlung angegeben ist, und auf die in dieser Einberufung angegebenen Weise schriftlich von ihrer Absicht zur Rechtsausübung in Kenntnis setzen.	oefenen moeten de Vergadergerechtigden de Vennootschap schriftelijk in kennis stellen van hun voornemen dit te doen uiterlijk op de dag en op de wijze als vermeld in de oproeping tot de Algemene Vergadering.
9.4.3 Directors are entitled to attend General Meetings in person or by electronic means of communication, and have an advisory vote at General Meetings in that capacity.	9.4.3 Die Mitglieder des Verwaltungsrats sind berechtigt, persönlich oder über elektronische Kommunikationsmittel an den Hauptversammlungen teilzunehmen und haben in dieser Eigenschaft eine beratende Stimme bei den Hauptversammlungen.	9.4.3 Bestuursders zijn bevoegd de Algemene Vergaderingen in persoon of door middel van een elektronisch communicatiemiddel bij te wonen, en hebben als zodanig in de Algemene Vergaderingen een raadgevende stem.
9.4.4 The Board may decide that each Person with Meeting Rights may take direct note of the proceedings of the meeting by means of electronic means of communication.	9.4.4 Der Verwaltungsrat kann beschließen, dass jede Person mit Teilnahmerecht den Verlauf der Versammlung mittels elektronischer Kommunikationsmittel direkt zur Kenntnis nehmen kann.	9.4.4 Het Bestuur kan besluiten dat iedere Vergadergerechtigde door middel van een elektronisch communicatiemiddel rechtstreeks kennis kan nemen van de Algemene Vergadering.
9.4.5 The chairperson of the General Meeting decides on all matters relating to admission to the General Meeting. The chairperson of the General Meeting may admit third parties to the General Meeting.	9.4.5 Der Vorsitzende der Hauptversammlung entscheidet über alle Fragen der Zulassung zur Hauptversammlung. Der Vorsitzende der Hauptversammlung kann Dritte zur Hauptversammlung zulassen.	9.4.5 De voorzitter van de Algemene Vergadering beslist omtrent alle onderwerpen die samenhangen met toegang tot de Algemene Vergadering. De voorzitter van de Algemene Vergadering mag derden tot de Algemene Vergadering toelaten.

54

9.4.6 The Board may decide that a person, before being admitted to a General Meeting, must identify himself by means of a valid passport or other means of identification and/or should be submitted to such security arrangements as the Company may consider to be appropriate under the given circumstances.	9.4.6 Der Verwaltungsrat kann beschließen, dass eine Person, bevor sie zu einer Hauptversammlung zugelassen wird, sich mit einem gültigen Reisepass oder einem anderen Identifikationsmittel ausweisen muss und/oder sich den Sicherheitsvorkehrungen unterwerfen muss, die die Gesellschaft unter den gegebenen Umständen für angemessen hält.	9.4.6 Het Bestuur kan bepalen dat een persoon zich, alvorens tot de Algemene Vergadering te worden toegelaten, dient te identificeren door middel van een geldig paspoort of ander identificatiemiddel en/of dient te worden onderworpen aan de veiligheidsmaatregelen die de Vennootschap in de gegeven omstandigheden passend acht.
9.4.7 In the event that Meeting Rights are or the right to vote in a General Meeting is to be exercised by a proxy authorised in writing, the proxy must have been received by the Company no later than the date determined by the Board as referred to in article 9.4.2. The requirement that a proxy must be in writing is satisfied when the power of attorney is recorded electronically.	9.4.7 Für den Fall, dass das Versammlungsrechte oder das Stimmrecht in einer Hauptversammlung durch einen schriftlich Bevollmächtigten ausgeübt werden sollen, muss die Vollmacht spätestens an dem vom Verwaltungsrat gemäß Ziffer 9.4.2 festgelegten Datum bei der Gesellschaft eingehen. Das Erfordernis der Schriftlichkeit einer Vollmacht ist erfüllt, wenn die Vollmacht elektronisch dokumentiert ist.	9.4.7 Wanneer Vergaderrechten of het stemrecht voor een Algemene Vergadering door een schriftelijk gevolmachtigde worden uitgeoefend, moet de volmacht uiterlijk op de ingevolge artikel 9.4.2 door het Bestuur bepaalde datum door de Vennootschap zijn ontvangen. Aan het schriftelijkheidsvereiste van de volmacht is voldaan wanneer de volmacht elektronisch is vastgelegd.
9.5 Attending the General Meeting by electronic means	9.5 Teilnahme an der Hauptversammlung auf elektronischem Weg	9.5 Deelname aan de Algemene Vergadering langs elektronische weg
9.5.1 The Board may resolve that each Person with Meeting Rights, may attend, address	9.5.1 Der Verwaltungsrat kann beschließen, dass jede Person mit Teilnahmerecht	9.5.1 Het Bestuur kan besluiten dat iedere Vergadergerechtigde, in persoon of bij een

55

and, if such Person with Meeting Rights is also a Person with Voting Rights, to vote at the General Meeting in person or by a proxy authorised in writing, by electronic means of communication. To that end, such Person with Meeting Rights must be identifiable, must be directly able to take note of the General Meeting and, if such Person with Meeting Rights is also a Person with Voting Rights, must be able to exercise his voting rights by way of the electronic means of communication. It is not a requirement that the Person with Meeting Rights can take part in the deliberations.		persönlich oder durch einen schriftlich Bevollmächtigten mittels elektronischer Kommunikationsmittel an der Hauptversammlung teilnehmen, sich dort äußern und, sofern die Person mit Teilnahmerecht auch eine Person mit Stimmrecht ist, dort abstimmen kann. Dazu muss die Person mit Teilnahmerecht über das elektronische Kommunikationsmittel identifizierbar sein, unmittelbar von der Hauptversammlung Kenntnis nehmen können und, wenn die Person mit Teilnahmerecht auch eine Person mit Stimmrecht ist, ihr Stimmrecht ausüben können. Es ist nicht erforderlich, dass die Person mit Teilnahmerecht an den Beratungen teilnehmen kann.	schriftlich gevolmachtigde, door middel van een elektronisch communicatiemiddel aan de Algemene Vergadering kan deelnemen, daarin het woord kan voeren en, als de Vergaderingrechtigde ook Stemgerechtigd is, het stemrecht kan uitoefenen. Hiervoor is vereist dat de Vergaderingrechtigde via het elektronisch communicatiemiddel kan worden geïdentificeerd, rechtstreeks kan kennisnemen van de Algemene Vergadering en, als de Vergaderingrechtigde ook Stemgerechtigd is, het stemrecht kan uitoefenen. Het is hiervoor niet vereist dat de Vergaderingrechtigde kan deelnemen aan de beraadslaging.
9.5.2 The Board may set conditions for the use of the electronic means of communication, provided that these conditions are reasonable and necessary to be able to identify the Person with Meeting Rights and for the reliability and safety of the communication. These conditions are announced in the notice convening the meeting and are published	9.5.2 Der Verwaltungsrat kann Bedingungen für die Nutzung elektronischer Kommunikationsmittel festlegen, sofern diese Bedingungen angemessen und notwendig sind, um die Identifizierung der Person mit Teilnahmerecht zu ermöglichen und die Zuverlässigkeit und Sicherheit der Kommunikation zu gewährleisten. Diese Bedingungen	9.5.2 Het Bestuur kan voorwaarden verbinden aan het gebruik van het elektronisch communicatiemiddel, mits deze voorwaarden redelijk en noodzakelijk zijn voor de identificatie van de Vergaderingrechtigde en de betrouwbaarheid en veiligheid van de communicatie. Deze voorwaarden worden bij de oproeping van de vergadering bekend gemaakt en op de website van de	

56

on the Company's website.	werden in der Einberufung zur Versammlung bekannt gegeben und auf der Homepage der Gesellschaft veröffentlicht.	Vennootschap geplaatst.
9.6 Order of business at the General Meeting	9.6 Ablauf der Hauptversammlung	9.6 Vergaderorde van de Algemene Vergadering
9.6.1 The Senior Independent Director chairs the General Meeting. The Senior Independent Director may charge another person with chairing the General Meeting even if the Senior Independent Director is present at the General Meeting. If the Senior Independent Director is absent and has not charged another person with chairing the General Meeting instead, the Directors present will appoint one of the Non-Executive Directors present at the General Meeting as chairperson of the General Meeting. In the absence of all Non-Executive Directors, the General Meeting is chaired by the Executive Director with the title Chief Executive Officer or, in his absence, another Executive Director appointed by the Directors present. The chairperson of the General Meeting appoints the secretary of the General Meeting.	9.6.1 Das Leitende Unabhängige Verwaltungsratsmitglied führt den Vorsitz der Hauptversammlung. Das Leitende Unabhängige Verwaltungsratsmitglied kann eine andere Person mit dem Vorsitz der Hauptversammlung betrauen, auch wenn das Leitende Unabhängige Verwaltungsratsmitglied bei der Hauptversammlung anwesend ist. Ist das Leitende Unabhängige Verwaltungsratsmitglied abwesend und hat es nicht an seiner Stelle eine andere Person mit dem Vorsitz der Hauptversammlung beauftragt, ernennen die anwesenden Verwaltungsratsmitglieder eines der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder, die bei der Hauptversammlung anwesend sind, zum Vorsitzenden	9.6.1 De Senior Independent Director zit de Algemene Vergadering voor. De Senior Independent Director kan, ook als hij zelf aanwezig is, een ander met de leiding van de Algemene Vergadering belasten. Als de Senior Independent Director afwezig is en geen ander met de leiding van de Algemene Vergadering belast heeft, benoemen de aanwezige Bestuurders één van de aanwezige Niet-Uitvoerende Bestuurders tot voorzitter van de Algemene Vergadering. Als er geen Niet-Uitvoerende Bestuurders aanwezig zijn, wordt de Algemene Vergadering voorgezeten door de Uitvoerende Bestuurder met de titel Chief Executive Officer, of bij diens afwezigheid, door een Uitvoerende Bestuurder die daartoe door de aanwezige Bestuurders is aangewezen. De voorzitter van de Algemene Vergadering wijst de secretaris van de Algemene Vergadering aan.

57

	Hauptversammlung. In Abwesenheit aller Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder wird die Hauptversammlung von dem Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglied mit dem Titel Chief Executive Officer oder, in dessen Abwesenheit, von einem anderen Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglied geleitet, das von den anwesenden Verwaltungsratsmitgliedern ernannt wird. Der Vorsitzende der Hauptversammlungernennt den Protokollführer der Hauptversammlung.	
9.6.2 The chairperson of the General Meeting determines the order of business at the meeting, with due observance of the agenda, and he has the power to limit the time allowed for addressing the meeting or to take other measures to ensure an orderly meeting. All issues relating to the proceedings at or relating to the General Meeting are decided by the chairperson of the General Meeting. The chairperson of the General Meeting may determine that the participants of the General Meeting	9.6.2 Der Vorsitzende der Hauptversammlung bestimmt den Ablauf der Versammlung unter Beachtung der Tagesordnung und ist befugt, die Redezeit zu begrenzen oder andere Maßnahmen zu ergreifen, um den ordnungsgemäßen Ablauf der Versammlung zu gewährleisten. Der Vorsitzende der Hauptversammlung entscheidet über alle Fragen, die den Ablauf der Hauptversammlung betreffen oder mit ihr in Zusammenhang stehen. Der Vorsitzende der Hauptversammlung	9.6.2 De voorzitter van de Algemene Vergadering stelt de vergaderorde vast, met inachtneming van de agenda, en is bevoegd de spreektijd te beperken of andere maatregelen te nemen om een ordelijk verloop van de vergadering te waarborgen. Alle kwesties die verband houden met de gang van zaken in of rondom de Algemene Vergadering worden beslist door de voorzitter van de Algemene Vergadering. De voorzitter van de Algemene Vergadering kan besluiten dat deelnemers aan de Algemene Vergadering gezondheids- of

58

must comply with health and safety measures.	kann anordnen, dass die Teilnehmer der Hauptversammlung Gesundheits- und Sicherheitsmaßnahmen einhalten müssen.	9.6.3 De voorzitter van de Algemene Vergadering bepaalt de wijze van stemming. Het oordeel van de voorzitter van de Algemene Vergadering omtrent de uitkomst van een stemming in de Algemene Vergadering is beslissend. Hetzelfde geldt voor de inhoud van elk besluit dat wordt aangenomen.
9.6.3 The chairperson of the General Meeting determines the manner of voting. The opinion of the chairperson of the General Meeting on the outcome of a vote at the General Meeting is decisive. The same shall apply to the contents of any resolution past.	9.6.3 Der Vorsitzende der Hauptversammlung bestimmt die Art und Weise der Abstimmung. Bezüglich des Ergebnisses einer Abstimmung in der Hauptversammlung ist die Auffassung des Vorsitzenden der Hauptversammlung maßgeblich. Das Gleiche gilt für den Inhalt eines gefassten Beschlusses.	9.6.3 De voorzitter van de Algemene Vergadering beslist over alle geschillen met betrekking tot de stemmingen waarvoor bij de wet of deze statuten niet is voorzien.
9.6.4 The chairperson of the General Meeting decides on all disputes relating to the voting that are not provided for by law or these articles of association.	9.6.4 Der Vorsitzende der Hauptversammlung entscheidet über alle Streitigkeiten im Zusammenhang mit der Abstimmung, die nicht durch Gesetz oder diese Satzung geregelt sind.	9.6.4 De voorzitter van de Algemene Vergadering beslist over alle geschillen met betrekking tot de stemmingen waarvoor bij de wet of deze statuten niet is voorzien.
9.6.5 The General Meeting will be conducted in the English language. The General Meeting may be conducted in a language other than the English language if so determined by the chairperson of the General Meeting.	9.6.5 Die Hauptversammlung wird in englischer Sprache abgehalten. Die Hauptversammlung kann in einer anderen als der englischen Sprache abgehalten werden, wenn der Vorsitzende der Hauptversammlung dies bestimmt.	9.6.5 De Algemene Vergadering wordt gevoerd in de Engelse taal. De Algemene Vergadering kan in een andere taal dan de Engelse taal worden gevoerd als de voorzitter van de Algemene Vergadering dat bepaalt.
9.7 Adoption of resolutions	9.7 Besluisfassung	9.7 Besluitvorming
9.7.1 The General Meeting adopts resolutions	9.7.1 Die Hauptversammlung fasst ihre	9.7.1 De Algemene Vergadering neemt besluiten

59

by an absolute majority of the votes cast, regardless of which part of the issued share capital such votes represent, unless the law or these articles of association provide otherwise. For resolutions to be adopted by an increased majority of the votes cast representing a certain part of the issued share capital pursuant to the law or these articles of association, no second General Meeting as referred to in section 2:120(3) BW can be convened.	Beschlüsse mit der absoluten Mehrheit der abgegebenen Stimmen, unabhängig davon, welcher Teil des ausgegebenen Grundkapitals durch diese Stimmen vertreten wird, es sei denn, nach dem Gesetz oder dieser Satzung ist etwas anderes vorgesehen. Für Beschlüsse, die nach dem Gesetz oder dieser Satzung mit einer höheren Mehrheit der abgegebenen Stimmen, die einen bestimmten Teil des ausgegebenen Grundkapitals vertreten, zu fassen sind, kann keine zweite Hauptversammlung im Sinne von Art. 2:120(3) BW einberufen werden.	met een volstrekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen, ongeacht het ter vergadering vertegenwoordigde aandelenkapitaal, tenzij de wet of deze statuten anders bepalen. Voor besluiten die worden genomen met een verhoogde meerderheid van de uitgebrachte stemmen die een bepaald deel van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen op grond van de wet of deze statuten, kan geen tweede Algemene Vergadering als bedoeld in artikel 2:120(3) BW worden bijeengeroepen.
9.7.2 Each Share confers the right to cast one vote at the General Meeting. Blank votes, abstentions and invalid votes are regarded as votes that have not been cast. No vote may be cast at the General Meeting on a Share held by the Company or any of its Subsidiaries. Usufructuaries or pledgees of Shares belonging to the Company or any of its Subsidiaries are not excluded from voting if the right of usufruct or the right of pledge was created	9.7.2 Jede Aktie berechtigt zur Abgabe einer Stimme in der Hauptversammlung. Leerstimmen, Stimmenthaltungen und ungültige Stimmen werden als nicht abgegebene Stimmen betrachtet. Für eine von der Gesellschaft oder einer ihrer Tochtergesellschaften gehaltenen Aktie kann in der Hauptversammlung keine Stimme abgegeben werden. Nießbraucher oder Pfandgläubiger von Aktien, die der Gesellschaft oder einer ihrer Tochtergesellschaften gehören,	9.7.2 Ieder Aandeel geeft recht op het uitbrengen van één stem in de Algemene Vergadering. Blanco stemmen, onthoudingen en ongelijde stemmen worden als niet uitgebracht aangemerkt. Op een Aandeel dat gehouden wordt door de Vennootschap of enige Dochtermaatschappij daarvan kan in de Algemene Vergadering geen stem worden uitgebracht. Vruchtgebruikers of pandhouders van Aandelen die aan de Vennootschap of een van haar Dochtermaatschappijen toebehoren zijn

60

before such Share was held by the Company or any of its Subsidiaries and the voting rights were granted to the usufructuary or the pledgee when that right of usufruct or right of pledge was created. The Company or a Subsidiary may not cast a vote in respect of a Share on which it holds a right of usufruct or a right of pledge.	sind nicht vom Stimmrecht ausgeschlossen, wenn das Nießbrauchsrecht oder das Pfandrecht begründet wurde, bevor diese Aktie von der Gesellschaft oder einer ihrer Tochtergesellschaften gehalten wurde, und die Stimmrechte dem Nießbraucher oder Pfandgläubiger bei Begründung dieses Nießbrauchsrechts oder Pfandrechts gewährt wurden. Die Tochtergesellschaft darf keine Stimme in Bezug auf eine Aktie abgeben, an der sie ein Nießbrauchsrecht oder ein Pfandrecht hält.	niet van het stemrecht uitgesloten als het recht van vruchtgebruik of pandrecht is gevestigd voordat het betreffende Aandeel werd gehouden door de Vennootschap of een van haar Dochtermaatschappijen en het stemrecht bij de vestiging van het recht van vruchtgebruik of het pandrecht aan de vruchtgebruiker of pandhouder is toegekend. De Vennootschap of een Dochtermaatschappij kan geen stem uitbrengen op een Aandeel waarop zij een recht van vruchtgebruik of pandrecht heeft.
9.7.3 For the purpose of determining how many Shareholders may vote and are present or represented, or how much of the capital is present or represented, no account shall be taken of Shares in respect whereof the law stipulates that no votes can be cast for them.	9.7.3 Bei der Feststellung der Zahl der stimmberechtigten, anwesenden oder vertretenen Aktionäre oder des Anteils des anwesenden oder vertretenen Kapitals werden die Aktien, für die nach dem Gesetz keine Stimmen abgegeben werden können, nicht berücksichtigt.	9.7.3 Bij de vaststelling van hoeveel Aandeelhouders aan de stemming kunnen deelnemen en aanwezig of vertegenwoordigd zijn, of hoeveel van het kapitaal aanwezig of vertegenwoordigd is, wordt geen rekening gehouden met Aandelen ten aanzien waarvan de wet bepaalt dat daarop geen stemmen kunnen worden uitgebracht.
9.8 Voting prior to the General Meeting	9.8 Stimmabgabe vor der Hauptversammlung	9.8 Stemmen voorafgaand aan de Algemene Vergadering
9.8.1 The Board may determine that votes cast	9.8.1 Der Verwaltungsrat kann festlegen,	9.8.1 Het Bestuur kan bepalen dat stemmen die

61

prior to the General Meeting by electronic means or by letter are considered to be equivalent to votes cast at the time of the meeting. The Board determines the period during which such votes can be cast. This period cannot start prior to the Record Date.	dass die vor der Hauptversammlung auf elektronischem Wege oder per Brief abgegebenen Stimmen den zum Zeitpunkt der Versammlung abgegebenen Stimmen gleichgestellt sind. Der Verwaltungsrat bestimmt den Zeitraum, in dem solche Stimmen abgegeben werden können. Dieser Zeitraum kann nicht vor dem Nachweisischtag beginnen.	vorragend an de Algemene Vergadering langs elektronische weg of per brief zijn uitgebracht worden gelijkgesteld aan stemmen die in de vergadering zijn uitgebracht. Het Bestuur bepaalt de periode waarin deze stemmen kunnen worden uitgebracht. Deze periode kan niet aanvangen vóór de Registratiedatum.
9.8.2 If article 9.8.1 is applied by the Board, the notice convening the General Meeting will state how Persons with Voting Rights may cast their vote prior to the General Meeting.	9.8.2 Wenn Ziffer 9.8.1 angewendet wird, wird in der Einberufung zur Hauptversammlung angegeben, wie die Personen mit Stimmrecht ihre Stimme vor der Hauptversammlung abgeben können.	9.8.2 Als door het Bestuur toepassing is gegeven aan artikel 9.8.1, wordt in de oproeping van de Algemene Vergadering vermeld op welke wijze Stemgerechtigden voorafgaand aan de Algemene Vergadering hun stem kunnen uitbrengen.
9.9 Minutes of the General Meeting	9.9 Protokoll der Hauptversammlung	9.9 Notulen van de Algemene Vergadering
9.9.1 Unless a notarial record is drawn up of the General Meeting, minutes of the General Meeting shall be drawn up by the secretary of the General Meeting. The minutes shall be adopted and signed by the chairperson and the secretary of the General Meeting.	9.9.1 Sofern keine notarielle Niederschrift über die Hauptversammlung angefertigt wird, wird das Protokoll der Hauptversammlung vom Protokollführer der Hauptversammlung angefertigt. Das Protokoll wird vom Vorsitzenden und vom Protokollführer der Hauptversammlung genehmigt und unterzeichnet.	9.9.1 Tenzij van de Algemene Vergadering een notarieel proces-verbaal wordt opgemaakt, worden notulen van de Algemene Vergadering opgemaakt door de secretaris van de Algemene Vergadering. De notulen worden vastgesteld en ondertekend door de voorzitter en de secretaris van de Algemene Vergadering.
9.9.2 A written statement signed by the	9.9.2 Eine vom Vorsitzenden der	9.9.2 Een door de voorzitter van de Algemene

62

chairperson of the General Meeting confirming that the General Meeting has adopted a particular resolution shall serve as proof of that resolution towards third parties.	Hauptversammlung unterzeichnete schriftliche Erklärung, in der bestätigt wird, dass die Hauptversammlung einen bestimmten Beschluss gefasst hat, dient als Nachweis dieses Beschlusses gegenüber Dritten.	Vergadering ondertekende schriftelijke verklaring dat de Algemene Vergadering een bepaald besluit heeft genomen, geldt als bewijs van dat besluit tegenover derden.
10 FINANCIAL YEAR, ANNUAL REPORTING AND AUDITOR	10 GESCHÄFTSJAHR, JAHRESBERICHT UND ABSCHLUSSPRÜFER	10 BOEKJAAR, JAARSTUKKEN EN ACCOUNTANT
10.1 Financial year and annual reporting	10.1 Geschäftsjahr und Jahresbericht	10.1 Boekjaar en jaarstukken
10.1.1 The Company's financial year coincides with the calendar year.	10.1.1 Das Geschäftsjahr der Gesellschaft entspricht dem Kalenderjahr.	10.1.1 Het boekjaar van de Vennootschap is gelijk aan het kalenderjaar.
10.1.2 Annually, within the term determined by the law, the Board shall prepare the Annual Accounts. The auditor's statement as referred to in article 10.2.3, will be added to the Annual Accounts as will the Management Report and the additional information referred to in section 2:392(1) BW to the extent that this information is required.	10.1.2 Der Verwaltungsrat erstellt jedes Jahr innerhalb der gesetzlich festgelegten Frist den Jahresabschluss. Der Jahresabschluss wird um den Bestätigungsvermerk des Abschlussprüfers gemäß Ziffer 10.2.3 sowie um den Lagebericht und die zusätzlichen Informationen gemäß Art. 2:392(1) BW ergänzt, soweit diese Informationen erforderlich sind.	10.1.2 Jaarlijks, binnen de daartoe door de wet gestelde termijn, maakt het Bestuur de Jaarrekening op. De accountantsverklaring als bedoeld in artikel 10.2.3, wordt toegevoegd aan de Jaarrekening, evenals het Bestuursverslag en de overige gegevens als bedoeld in artikel 2:392(1) BW, voor zover deze informatie is vereist.
10.1.3 All Directors sign the Annual Accounts, if a signature is missing, this must be stated and explained.	10.1.3 Alle Verwaltungsratsmitglieder unterzeichnen den Jahresabschluss. Fehlt eine Unterschrift, muss dies angegeben und erläutert werden.	10.1.3 Alle Bestuurders ondertekenen de Jaarrekening. Ontbreekt de ondertekening van één of meer van hen, dan wordt daarvan onder opgave van reden melding gemaakt.
10.1.4 The Company ensures that the prepared	10.1.4 Die Gesellschaft sorgt dafür, dass der	10.1.4 De Vennootschap zorgt dat de opgemaakte

63

Annual Accounts, the Management Report and the additional information referred to in article 10.1.2 are present at the Company's address from the day of convening the General Meeting at which they will be discussed until the conclusion of such General Meeting. Persons with Meeting Rights may inspect the documents there and receive free copies of the documents.	aufgestellte Jahresabschluss, der Lagebericht und die zusätzlichen Informationen nach Ziffer 10.1.2 vom Tag der Einberufung zur Hauptversammlung, in der sie behandelt werden, bis zur Beendigung dieser Hauptversammlung in den Geschäftsräumen der Gesellschaft ausliegen. Personen mit Teilnahmerecht können die Dokumente dort einsehen und erhalten kostenlose Kopien der Dokumente.	Jaarrekening, het Bestuursverslag en de in artikel 10.1.2 bedoelde overige gegevens vanaf de dag van de oproeping tot de Algemene Vergadering waarop zij worden behandeld tot de sluiting van die Algemene Vergadering op het adres van de Verenootschap aanwezig zijn. Vergadergerechtigden kunnen de stukken daar inzien en daarvan kosteloos afschriften verkrijgen.
10.1.5 The Annual Accounts are adopted by the General Meeting.	10.1.5 Der Jahresabschluss wird von der Hauptversammlung festgestellt.	10.1.5 De Algemene Vergadering stelt de Jaarrekening vast.
10.1.6 In the General Meeting where adoption of the Annual Accounts is discussed, a proposal to grant discharge to the Directors for the performance of their duties shall be put on the agenda as a separate item.	10.1.6 In der Hauptversammlung, in der über die Feststellung des Jahresabschlusses beraten wird, wird ein Vorschlag zur Entlastung der Mitglieder des Verwaltungsrats für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben als gesonderter Punkt auf die Tagesordnung gesetzt.	10.1.6 In de Algemene Vergadering wordt vaststelling van de Jaarrekening wordt besproken, wordt een voorstel tot verlening van decharge aan de Bestuurders voor de door hen vervulde taken als afzonderlijk agendapunt op de agenda geplaatst.
10.2 Auditor	10.2 Abschlussprüfer	10.2 Accountant
10.2.1 The General Meeting shall instruct an auditor as referred to in section 2:393 BW to audit the Annual Accounts drawn up by the Board in accordance with subparagraph 3 of that section. The	10.2.1 Die Hauptversammlung beauftragt einen Wirtschaftsprüfer im Sinne von Art. 2:393 BW mit der Prüfung des vom Verwaltungsrat erstellten Jahresabschlusses im Sinne von Absatz	10.2.1 De Algemene Vergadering verleent een accountant als bedoeld in artikel 2:393 BW de opdracht om de door het Bestuur opgemaakte Jaarrekening te onderzoeken in overeenstemming met lid 3 van dat artikel. De

64

instruction may be given to an organisation of chartered accountants working together. If the General Meeting fails to issue the instructions to the auditor, the Board is authorised to do so. Executive Directors may not participate in the deliberations and decision-making on an instruction to an external auditor to audit the Annual Accounts in case the General Meeting has not given those instructions.	3 des genannten Artikels. Der Auftrag kann an eine Organisation von kooperierenden Wirtschaftsprüfern erteilt werden. Erteilt die Hauptversammlung dem Abschlussprüfer keinen Auftrag, ist der Verwaltungsrat dazu ermächtigt. Die Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder dürfen nicht an den Beratungen und der Beschlussfassung über einen Auftrag an einen externen Wirtschaftsprüfer zur Prüfung des Jahresabschlusses teilnehmen, wenn die Hauptversammlung diesen Auftrag nicht erteilt hat.	opdracht kan worden verleend aan een organisatie waarin registeraccountants samenwerken. Verleent de Algemene Vergadering geen opdracht aan de accountant, dan is het Bestuur gemachtigd dit te doen. Uitvoerende Bestuurders nemen niet deel aan de beraadslaging en besluitvorming over het verlenen van een opdracht aan een externe accountant om de Jaarrekening te onderzoeken indien de Algemene Vergadering die opdracht niet heeft verleend.
10.2.2 The instructions issued to the auditor may be revoked by the General Meeting and if the Board has issued the instructions, the Board. The instructions may only be revoked for valid reasons and in accordance with section 2:393(2) BW.	10.2.2 Der dem Abschlussprüfer erteilte Auftrag kann von der Hauptversammlung und, wenn der Verwaltungsrat den Auftrag erteilt hat, vom Verwaltungsrat widerrufen werden. Der Auftrag kann nur aus triftigen Gründen und in Übereinstimmung mit Art. 2:393(2) BW widerrufen werden.	10.2.2 De Algemene Vergadering, en het Bestuur indien het Bestuur de opdracht heeft verleend, kan de aan de accountant verleende opdracht intrekken. De opdracht kan alleen om gegronde redenen en met inachtneming van artikel 2:393(2) BW worden ingetrokken.
10.2.3 The auditor shall report on the audit to the Board and set out the results of the audit in an auditor's statement on whether the	10.2.3 Der Abschlussprüfer erstattet dem Verwaltungsrat Bericht über die Prüfung und legt die Ergebnisse der Prüfung in	10.2.3 De accountant brengt over zijn onderzoek verslag uit aan het Bestuur en geeft de uitslag van zijn onderzoek weer in een verklaring over

65

Annual Accounts present a true and fair view. The auditor may attend and address the General Meeting at which the adoption of the Annual Accounts is discussed.	einer Erklärung des Abschlussprüfers darüber dar, ob der Jahresabschluss ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild vermittelt. Der Abschlussprüfer kann an der Hauptversammlung, auf der die Feststellung des Jahresabschlusses erörtert wird, teilnehmen und das Wort ergreifen.	de getrouwheid van de Jaarrekening. De accountant heeft toegang tot de Algemene Vergadering waarin de Jaarrekening wordt vastgesteld en kan daarin het woord voeren.
10.2.4 The Board may issue instructions, other than the instructions referred to in articles 10.2.1 and 10.2.2, to the auditor referred to in this article 10.2 or to another auditor at the Company's expense.	10.2.4 Der Verwaltungsrat kann dem in dieser Ziffer 10.2 genannten Abschlussprüfer oder einem anderen Wirtschaftsprüfer auf Kosten der Gesellschaft andere als die in den Ziffern 10.2.1 und 10.2.2 genannten Aufträge erteilen.	10.2.4 Het Bestuur kan instructies, anders dan de opdracht als bedoeld in de artikelen 10.2.1 en 10.2.2, aan de accountant als bedoeld in dit artikel 10.2 verlenen of aan een andere accountant op kosten van de vennootschap.
11 PROFIT, LOSS AND DISTRIBUTIONS	11 GEWINN, VERLUST UND AUSSCHÜTTUNGEN	11 WINST, VERLIES EN UITKERINGEN
11.1 Profit and loss	11.1 Gewinn und Verlust	11.1 Winst en verlies
11.1.1 Distribution of dividends pursuant to this article 11.1 will take place after the adoption of the Annual Accounts which show that the distribution is allowed.	11.1.1 Die Ausschüttung von Dividenden gemäß dieser Ziffer 11.1 erfolgt nach Feststellung des Jahresabschlusses, aus dem hervorgeht, dass die Ausschüttung zulässig ist.	11.1.1 De uitkering van dividend ingevolge dit artikel 11.1 vindt plaats na vaststelling van de Jaarrekening waaruit blijkt dat zij is geoorloofd.
11.1.2 Without prejudice to article 11.2, the Board may resolve to reserve the profits or part of the profits, shown in the Annual Accounts, as adopted.	11.1.2 Unbeschadet der Ziffer 11.2 kann der Verwaltungsrat beschließen, den im festgestellten Jahresabschluss ausgewiesenen Gewinn oder einen Teil	11.1.2 Onverminderd artikel 11.2, kan het Bestuur besluiten de winst of een deel daarvan, als weergegeven in de vastgestelde Jaarrekening, te reserveren.

66

	des Gewinns zurückzustellen.	
11.1.3 The profits remaining after application of article 11.1.2, shall be at the disposal of the General Meeting. The Board shall make a proposal for that purpose.	11.1.3 Die nach Anwendung der Ziffer 11.1.2 verbleibenden Gewinne stehen der Hauptversammlung zur Verfügung. Der Verwaltungsrat unterbreitet zu diesem Zweck einen Vorschlag.	11.1.3 De winst die resteert na toepassing van artikel 11.1.2 staat ter beschikking van de Algemene Vergadering. Het Bestuur zal een voorstel daarvoor opstellen.
11.1.4 The Board shall determine, how a shortfall that is determined by the adoption of the Annual Accounts, will be accounted for. A loss may be set off against the reserves to be maintained by law only to the extent permitted by law.	11.1.4 Der Verwaltungsrat bestimmt, wie ein Fehlbetrag, der bei der Feststellung des Jahresabschlusses ermittelt wird, zu verbuchen ist. Ein Verlust kann nur in dem gesetzlich zulässigen Umfang mit den gesetzlich zu bildenden Rücklagen verrechnet werden.	11.1.4 Het Bestuur bepaalt hoe een tekort dat bij de vaststelling van de Jaarrekening is vastgesteld, zal worden verantwoord. Een tekort mag slechts ten laste van de door de wet voorgeschreven reserves worden gebracht voor zover de wet dat toestaat.
11.1.5 The Company may make distributions on Shares only to the extent that the Company's equity exceeds the sum of the paid and called-up part of the capital and the reserves which must be maintained by law or these articles of association.	11.1.5 Die Gesellschaft kann Ausschüttungen auf Aktien nur in dem Maße vornehmen, in dem das Eigenkapital der Gesellschaft die Summe aus dem eingezahlten und eingeforderten Teil des Kapitals und den Rücklagen, die nach dem Gesetz oder dieser Satzung zu bilden sind, übersteigt.	11.1.5 De Vennootschap kan alleen uitkeringen doen op Aandelen voor zover haar eigen vermogen groter is dan het bedrag van het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal, vermeerderd met de reserves die op grond van de wet of deze statuten moeten worden aangehouden.
11.1.6 The persons entitled to a distribution on Shares shall be the relevant Shareholders, usufructuaries and pledgees, as the case may be, on a date to be determined by the Board for that purpose. This date may not be prior to the	11.1.6 Die Personen, die Anspruch auf eine Ausschüttung auf Aktien haben, sind die jeweiligen Aktionäre, Nießbraucher und Pfandgläubiger an einem vom Verwaltungsrat zu diesem Zweck zu bestimmenden Datum. Dieses Datum	11.1.6 De personen die gerechtigd zijn tot een uitkering op Aandelen zijn de Aandeelhouders, vruchtgebruikers en pandhouders op een door het Bestuur met dat doel te bepalen datum. Deze datum kan niet eerder liggen dan de datum waarop de uitkering is aangekondigd.

67

date on which the distribution was announced.	darf nicht vor dem Datum liegen, an dem die Ausschüttung angekündigt wurde.	
11.1.7 Notwithstanding article 11.1.8, all Shares share equally in all distributions.	11.1.7 Ungeachtet Ziffer 11.1.8 sind alle Aktien gleichmäßig an allen Ausschüttungen beteiligt.	11.1.7 Onverminderd artikel 11.1.8 delen alle Aandelen geëlijk in alle uitkeringen.
11.1.8 When determining the allocation of an amount to be distributed, the Shares held by the Company in its capital are not taken into account, unless those Shares are encumbered with a right of usufruct or a right of pledge.	11.1.8 Bei der Zuteilung eines auszuschüttenden Betrags werden die von der Gesellschaft an ihrem Kapital gehaltenen Aktien nicht berücksichtigt, es sei denn, diese Aktien sind mit einem Nießbrauch oder einem Pfandrecht belastet.	11.1.8 Er mogen geen dividenden worden uitgekeerd op Aandelen die worden gehouden door de Vennootschap, tenzij de desbetreffende Aandelen zijn bezwaard met een recht van vruchtgebruik of pandrecht.
11.1.9 The Board may resolve that a distribution on Shares may be made available for payment in cash or partly in cash, in the form of Shares or in a form other than in cash, or resolve that Shareholders shall have the option to receive a distribution as a cash payment and/or as a payment in Shares, out of the profits or at the expense of reserves, provided that to the extent a distribution is made in the form of Shares the Board is authorised by the General Meeting pursuant to article 3.2.1. The Board determines the conditions under which such choice may be made.	11.1.9 Der Verwaltungsrat kann beschließen, dass eine Ausschüttung auf Aktien zur Zahlung in bar oder teilweise in bar, in Form von Aktien oder in einer anderen Form als in bar zur Verfügung gestellt wird, oder, dass die Aktionäre die Wahl haben, eine Ausschüttung als Barzahlung und/oder als Zahlung in Aktien, aus den Gewinnen oder zu Lasten der Rücklagen zu erhalten, vorausgesetzt, dass der Verwaltungsrat, soweit eine Ausschüttung in Form von Aktien erfolgt, von der Hauptversammlung gemäß Ziffer 3.2.1 hierzu ermächtigt ist. Der	11.1.9 Het Bestuur kan besluiten dat een uitkering op de Aandelen zal plaatsvinden in geld of gedeeltelijk in geld, in de vorm van Aandelen of op een andere manier dan in geld, of besluiten dat Aandeelhouders de optie zullen hebben om een uitkering te ontvangen in geld en/of als een betaling in de vorm van Aandelen, uit de winst en/of ten laste van de reserves, mits bij een uitkering in de vorm van Aandelen het Bestuur daartoe door de Algemene Vergadering overeenkomstig artikel 3.2.1 is aangewezen. Het Bestuur bepaalt onder welke voorwaarden een dergelijke keuze kan worden gemaakt. Indien een uitkering in geld wordt gedaan, bepaalt het

68

If a distribution is made in cash, the Board will determine the currency in which the distribution will be made available for payment. The Board may determine the method in which a currency conversion in respect of dividends or other distributions, if any, is made. If a distribution is made in a form other than in cash, the Board will determine which value the Company will allocate to such distribution for accounting purposes.	Verwaltungsrat bestimmt die Bedingungen, unter denen eine solche Wahl getroffen werden kann. Erfolgt eine Ausschüttung in bar, bestimmt der Verwaltungsrat die Währung, in der die Ausschüttung zur Zahlung bereitgestellt wird. Der Verwaltungsrat kann die Methode festlegen, nach der eine Währungsumrechnung in Bezug auf Dividenden oder andere Ausschüttungen vorgenommen wird. Erfolgt eine Ausschüttung in einer anderen Form als in bar, legt der Verwaltungsrat fest, welchen Wert die Gesellschaft dieser Ausschüttung zu Rechnungslegungszwecken zuordnet.	Bestuur in welke valuta dit wordt gedaan. Het Bestuur kan de methode bepalen waarmee de valutaconversie met betrekking tot de dividenden of andere eventuele uitkeringen gedaan zal worden. Indien een uitkering in een andere vorm dan in geld gedaan wordt, zal het Bestuur voor boekhoudkundige doeleinden bepalen welke waarde de Vennootschap toekent aan een dergelijke uitkering.
11.1.10 Subject to the other provisions of this article 11, the Board may resolve to make dividend or other distributions on Shares to be charged to one or several Distributable Reserves.	11.1.10 Vorbehaltlich der anderen Bestimmungen dieser Ziffer 11 kann der Verwaltungsrat beschließen, Dividenden oder andere Ausschüttungen auf Aktien vorzunehmen, die einer oder mehreren Ausschüttungsfähigen Rücklagen zuzuführen sind.	11.1.10 Onverminderd de andere bepalingen van dit artikel 11, kan het Bestuur besluiten dat dividenduitkeringen of andere uitkeringen op Aandelen ten laste van een of meerdere Uitkeerbare Reserves komen.

69

11.2	Interim distributions	11.2	Zwischenausschüttungen	11.2	Tussentijdse winstuitkeringen
11.2.1	The Board may resolve to make interim distributions on Shares if an interim statement of assets and liabilities meeting the requirements laid down in section 2:105(4) BW, shows that the requirement of article 11.1.5 has been met. Interim distributions may be made in cash, in kind or in the form of Shares.	11.2.1	Der Verwaltungsrat kann beschließen, Zwischenausschüttungen auf Aktien vorzunehmen, wenn eine Zwischenbilanz der Aktiva und Passiva, die den in Art. 2:105(4) BW festgelegten Anforderungen entspricht, zeigt, dass die Anforderung in Ziffer 11.1.5 erfüllt ist. Zwischenausschüttungen können in bar, in Sachwerten oder in Form von Aktien erfolgen.	11.2.1	Het Bestuur kan besluiten tot tussentijdse uitkeringen op de Aandelen als uit een tussentijdse vermogensopstelling die voldoet aan de in artikel 2:105(4) BW gestelde eisen, blijkt dat aan het vereiste van artikel 11.1.5 is voldaan. Tussentijdse uitkeringen kunnen plaatsvinden in geld, in natura of in de vorm van Aandelen.
11.2.2	Interim distributions may be made out of the profit of the current financial year or out of a Distributable Reserve.	11.2.2	Zwischenausschüttungen können aus dem Gewinn des laufenden Geschäftsjahres oder aus einer Ausschüttungsfähigen Rücklage vorgenommen werden.	11.2.2	Tussentijdse uitkeringen kunnen worden gedaan ten laste van de winst van het huidige boekjaar of ten laste van een Uitkeerbare Reserve.
11.3	Notices and payments	11.3	Mitteilungen und Zahlungen	11.3	Aankondigingen en betalingen
11.3.1	The Board in accordance with the regulations of the stock exchange must immediately publish any proposal for a dividend or other distribution on Shares where the Shares are officially listed at the Company's request. The notification must specify the date when and the manner in which the dividend or other distribution will be payable or – in case of a proposal for a dividend or other distribution – is	11.3.1	Der Verwaltungsrat muss gemäß den Vorschriften der Börse, an der die Aktien auf Antrag der Gesellschaft amtlich notiert sind, jeden Vorschlag bezüglich einer Dividende auf Aktien und Beschlüssen zu einer Zwischenausschüttung auf Aktien unverzüglich veröffentlichen. In der Mitteilung sind der Zeitpunkt und die Art und Weise anzugeben, in der die	11.3.1	Voorstellen voor uitkering van dividend op Aandelen en besluiten tot uitkering van tussentijds dividend op Aandelen dienen onmiddellijk door het Bestuur te worden bekendgemaakt overeenkomstig de regels van de beurs waaraan de Aandelen op verzoek van de Vennootschap officieel genoteerd staan. In de aankondiging wordt de datum en de wijze van betaalbaarstelling van het dividend of andere uitkering vermeld, of –

70

	expected to be made payable.		Dividende oder sonstige Ausschüttung zur Zahlung fällig ist oder – im Falle eines Vorschlags für eine Dividende oder sonstige Ausschüttung – voraussichtlich fällig sein wird.		in geval van een voorstel tot uitkering van dividend of andere uitkering – de verwachte datum en wijze van betaalbaarstelling.
11.3.2	The Board determines as of which date dividends or other distributions will be payable.	11.3.2	Der Verwaltungsrat bestimmt, ab welchem Datum Dividenden oder andere Ausschüttungen zur Zahlung fällig sind.	11.3.2	Het Bestuur stelt vast vanaf welke datum de dividenden of andere uitkeringen betaalbaar worden gesteld.
11.3.3	Dividends or other distributions that have not been claimed upon the expiry of five years and one day after the date when they became payable will be forfeited to the Company and will be carried to the reserves.	11.3.3	Dividenden oder andere Ausschüttungen, die nach Ablauf von fünf Jahren und einem Tag nach dem Datum, an dem sie fällig wurden, nicht in Anspruch genommen wurden, verfallen zugunsten der Gesellschaft und werden in die Rücklagen eingestellt.	11.3.3	Dividenden of andere uitkeringen waarover vijf jaren en één dag na de dag dat zij opeisbaar zijn geworden niet is beschikt, vervallen aan de Vennootschap en worden aan de reserves toegevoegd.
11.3.4	For all dividends and other distributions in respect of the Shares included in the Statutory Giro System, the Company is discharged from all obligations towards the relevant persons entitled to such dividends or other distributions as referred to in article 11.1.6 by placing those dividends or other distributions at the disposal of, or in accordance with, the regulations of, Euroclear Netherlands or the Intermediary as the case may be.	11.3.4	Für alle Dividenden und sonstigen Ausschüttungen in Bezug auf die in das Gesetzliche Giroeffektensystem einbezogenen Aktien ist die Gesellschaft von allen Verpflichtungen gegenüber den Aktionären, die Anspruch auf diese Dividenden oder sonstigen Ausschüttungen gemäß Ziffer 11.1.6 haben, befreit, indem sie diese Dividenden oder sonstigen Ausschüttungen Euroclear Netherlands	11.3.4	Voor alle dividenden en andere uitkeringen met betrekking tot Aandelen opgenomen in het Wettelijk Giraal Systeem, is de Vennootschap ontslagen van alle verplichtingen tegenover de Aandeelhouders die recht hebben op de dividenden of andere uitkeringen als bedoeld in artikel 11.1.6 door deze dividenden of andere uitkeringen ter beschikking te stellen van, of overeenkomstig de regelingen van, respectievelijk Euroclear Nederland of de Intermediair, zoals van toepassing.

71

		bzw. dem Intermediär bzw. in Übereinstimmung mit den Bestimmungen von Euroclear Netherlands oder des Intermediärs zur Verfügung stellt.	
12	SPECIAL RESOLUTIONS AND LIQUIDATION	12	SONDERBESCHLÜSSE UND AUFLÖSUNG
12.1	Amendment to the articles of association, legal merger, legal demerger, and dissolution	12.1	Satzungsänderungen, rechtliche Verschmelzung, rechtliche Spaltung und Auflösung
12.1.1	The General Meeting may, on a proposal of the Board, resolve on a legal merger, a legal demerger, an amendment to these articles of association, and dissolution without prejudice to sections 2:331 BW and 2:334ff BW. Whenever a proposal is made to the General Meeting to amend the articles of association, this must be stated in the notice convening the General Meeting and a copy of the proposal, stating the proposed amendment verbatim, must be made available for inspection by every Person with Meeting Rights at the Company's office from the day of the convocation of the respective General Meeting until the end of such General Meeting.	12.1.1	Die Hauptversammlung kann auf Vorschlag des Verwaltungsrats unbeschadet der Art. 2:331 BW und 2:334ff BW eine rechtliche Verschmelzung, eine rechtliche Spaltung, eine Änderung dieser Satzung und die Auflösung beschließen. Wenn der Hauptversammlung eine Satzungsänderung vorgeschlagen wird, muss dies in der Einberufung zur Hauptversammlung angegeben werden, und eine Kopie des Vorschlags, in der die vorgeschlagene Änderung wörtlich aufgeführt ist, muss vom Tag der Einberufung zur jeweiligen Hauptversammlung bis zum Ende der Hauptversammlung in den

72

		Geschäftsräumen der Gesellschaft zum Zweck der Einsichtnahme durch jede Person mit Teilnahmerecht ausgelegt werden.	
12.2	Liquidation	12.2	Verfeffening
12.2.1	If the Company is dissolved and its assets must be liquidated, the Executive Directors will become the liquidators, unless the General Meeting resolves otherwise. The Non-Executive Directors supervise the liquidators.	12.2.1	Als de vennootschap wordt ontbonden en haar vermogen moet worden vereffend, worden de uitvoerende Bestuurders vereffenaars, tenzij de Algemene Vergadering anders besluit. De Niet-Uitvoerende Bestuurders houden toezicht op de vereffenaars.
12.2.2	The liquidation takes place in accordance with the statutory provisions. During the liquidation period, these articles of association will remain in full force as far as possible.	12.2.2	De vereffening vindt plaats met inachtneming van de wettelijke bepalingen. Tijdens de vereffeningperiode blijven deze statuten voor zover mogelijk van kracht.
12.2.3	The balance of the Company's assets after all liabilities have been paid will be distributed on the Shares, in accordance with section 2:23b BW, to the Shareholders in proportion to the aggregate nominal amount of the Shares held by each of them.	12.2.3	Wat na voldoening van alle schulden van het vermogen van de vennootschap is overgebleven, wordt overeenkomstig artikel 2:23b BW, uitgekeerd aan de Aandeelhouders naar evenredigheid van het gezamenlijke bedrag van ieder van hen.

73

12.2.4	After the Company has ceased to exist, its books, records and other data carriers must remain in the custody of the person designated for that purpose by the liquidators or, if there are no liquidators, by the Board, for a period of seven years.	12.2.4	Nach dem Erlöschen der Gesellschaft müssen ihre Bücher, Aufzeichnungen und sonstigen Datenträger sieben Jahre lang in der Obhut der von den Liquidatoren oder, falls es keine Liquidatoren gibt, vom Verwaltungsrat zu diesem Zweck benannten Person verbleiben.	12.2.4	Nadat de Vennootschap heeft opgehouden te bestaan, worden haar boeken, bescheiden en andere gegevensdragers gedurende zeven jaar bewaard door degene die daartoe door de vereffenaars, of bij ontbreken van vereffenaars door het Bestuur, is aangewezen.
--------	---	--------	--	--------	---

Annex B

Draft articles of association CTP N.V.		Entwurf der Satzung der CTP N.V.		Concept statuten CTP N.V.	
1	DEFINITIONS AND INTERPRETATION	1	DEFINITIONEN UND AUSLEGUNG	1	DEFINITIES EN INTERPRETATIE
1.1	Definitions In these articles of association: "Annual Accounts" means the Company's annual accounts as referred to in section 2:361 BW; "Board" means the Company's board of directors; "Board Rules" means the rules laid down in article 8.1.4; "BW" means the Dutch Civil Code; "Company" means the public limited liability company whose organisation is laid down in these articles of association; "Director" means an Executive Director or a Non-Executive Director; "Distributable Reserve" means a reserve of the Company that is not required to be maintained by virtue of the law or these articles of association;	1.1	Definitionen In dieser Satzung gelten folgende Definitionen: „Akte“ bezeichnet einen Anteil am Grundkapital der Gesellschaft; „Aktionär“ bezeichnet einen Inhaber einer oder mehrerer Aktien; „Ausschüttungsfähige Rücklage“ bezeichnet eine Rücklage der Gesellschaft, die nicht aufgrund von Rechtsvorschriften oder dieser Satzung gebildet werden muss; „BW“ bezeichnet das niederländische Bürgerliche Gesetzbuch; „Euroclear Netherlands“ bezeichnet die <i>Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V.</i> , eine unter dem Namen Euroclear firmierende Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Handelsregisternummer 33149445	1.1	Definities In deze statuten gelden de volgende definities: "Aandeel" betekent een aandeel in het kapitaal van de Vennootschap; "Aandeelhouder" betekent een houder van één of meer Aandelen; "Algemene Vergadering" betekent het orgaan dat bestaat uit Aandeelhouders en alle overige Stemgerechtigden of de bijeenkomst van de Aandeelhouders en alle overige Vergadergerechtigden; "Bestuur" betekent het bestuur van de Vennootschap; "Bestuurder" betekent een Uitvoerende Bestuurder of een Niet-Uitvoerende Bestuurder; "Bestuursreglement" betekent het reglement bedoeld in artikel 8.1.4; "Bestuursverslag" betekent het bestuursverslag van de Vennootschap als

"Euroclear Netherlands" means <i>Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V.</i>, a private limited liability company, Trade Register number 33149445 and trading under the name Euroclear Nederland, being a central institute as referred to in the Wge; "Executive Director" means a member of the Board appointed as an executive director; "Founder" means Remon Leonard Vos, born in Stadskanaal, the Netherlands on the fourteenth day of September nineteen hundred and seventy; "General Meeting" means the corporate body that consists of Shareholders and all other Persons with Voting Rights, or the meeting in which the Shareholders and all other Persons with Meeting Rights assemble; "Group Company" means a group company of the Company as referred to in section 2:24b BW; "Intermediary" means an intermediary as	Nederland, ein Zentralinstitut im Sinne des Wge; "Geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied" ist ein Mitglied des Verwaltungsrats, das zum Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglied bestellt wird; "Geschäftsordnung" bezeichnet die in Ziffer 8.1.4 genannten Bestimmungen; "Gesellschaft" bezeichnet die Aktiengesellschaft, deren Organisation in dieser Satzung geregelt ist; "Gesetzlicher Giroeffektenverkehr" ist der Giroverkehr im Sinne des Wge; "Gründer" bezeichnet Remon Leonard Vos, geboren in Stadskanaal, Niederlande, am vierzehnten September neunzehnhundertundsiebzig; "Hauptversammlung" bezeichnet das Gesellschaftsorgan, das sich aus den Aktionären und allen weiteren Personen mit Stimmrecht zusammensetzt, oder die Versammlung, in der die Aktionäre	bedoeld in artikel 2:391 BW; "BW" betekent het Burgerlijk Wetboek; "Dochtermaatschappij" betekent een dochtermaatschappij van de Vennootschap als bedoeld in artikel 2:24a BW; "Euroclear Nederland" betekent het Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V., een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, handelsregisternummer 33149445 en handelend onder de naam Euroclear Nederland, zijnde een centraal instituut als bedoeld in de Wge; "Groepsmaatschappij" betekent een groepsmaatschappij van de Vennootschap als bedoeld in artikel 2:24b BW; "Intermediair" betekent een intermediair als bedoeld in de Wge; "Jaarrekening" betekent de jaarrekening van de Vennootschap als bedoeld in artikel 2:361 BW; "Niet-Uitvoerende Bestuurder" betekent een lid van het Bestuur dat als Niet-Uitvoerende Bestuurder is benoemd;
--	--	--

2

referred to in the Wge; "Management Report" means the Company's management report as referred to in section 2:391 BW; "Meeting Rights" means the right to attend and speak at the General Meeting, either in person or by a proxy authorised in writing; "Non-Executive Director" means a member of the Board appointed as a non-executive director; "Person with Meeting Rights" means a Shareholder as well as a usufructuary with Meeting Rights or a pledgee with Meeting Rights, subject to article 9.4.1; "Person with Voting Rights" means a Shareholder with voting rights as well as a usufructuary with voting rights or a pledgee with voting rights, each at the General Meeting, subject to article 9.4.1; "Record Date" means the twenty-eighth day prior to the date of a General Meeting, or such other day as prescribed by law; "Senior Independent Director" means a	und alle weiteren Personen mit Teilnahmerecht zusammenkommen; "Intermediär" bezeichnet einen Intermediär im Sinne des Wge; "Jahresabschluss" bezeichnet den Jahresabschluss der Gesellschaft gemäß Art. 2:361 BW; "Konzerngesellschaft" bezeichnet eine Konzerngesellschaft der Gesellschaft im Sinne des Art. 2:24b BW; "Lagebericht" bezeichnet den in Art. 2:391 BW genannten Lagebericht der Gesellschaft; "Leitendes Verwaltungsratsmitglied" bezeichnet einen Nicht geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied, das zum leitenden Verwaltungsratsmitglied bestellt wird und den Vorsitz des Verwaltungsrats innehat; "Nachweisstichtag" bezeichnet den achtundzwanzigsten Tag vor dem Datum einer Hauptversammlung bzw.	"Oprichter" betekent Remon Leonard Vos, geboren in Stadskanaal op veertien september negentienhonderdzeventig; "Registratiedatum" betekent de achtentwintigste dag voorafgaand aan een Algemene Vergadering, of een andere wettelijk voorgeschreven dag; "Senior Independent Director" betekent een Niet-Uitvoerende Bestuurder aangewezen als senior independent director, die zal fungeren als voorzitter van het Bestuur; "Stemgerechtigden" betekent aandeelhouders met stemrecht, alsmede vruchtgebruikers met stemrecht of pandhouders met stemrecht, ieder in de Algemene Vergadering, met inachtneming van artikel 9.4.1 van deze statuten; "Uitkeerbare Reserve" betekent een reserve van de Vennootschap die niet krachtens de wet of deze statuten moet worden aangehouden; "Uitvoerende Bestuurder" betekent een lid van het Bestuur dat als uitvoerende bestuurder is benoemd;
--	--	---

3

Non-Executive Director designated as senior independent director and who shall serve as the chair of the Board; "Share" means a share in the share capital of the Company; "Shareholder" means a holder of one or more Shares; "Statutory Giro System" means the giro system as referred to in the Wge; "Subsidiary" means a subsidiary of the Company as referred to in section 2:24a BW; and "Wge" means the Dutch Act on Securities Transactions by Giro (<i>Wet giraal effectenverkeer</i>).	einen anderen gesetzlich vorgeschriebenen Tag; „ Nicht Geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied “ bezeichnet ein Mitglied des Verwaltungsrats, das zu einem Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglied bestellt wurde; „ Person mit Stimmrecht “ bezeichnet jeweils einen in der Hauptversammlung stimmberechtigten Aktionär, Nießbraucher oder Pfandgläubiger nach Maßgabe der Ziffer 9.4.1 dieser Satzung; „ Person mit Teilnahmerecht “ bezeichnet einen Aktionär, Nießbraucher oder Pfandgläubiger mit Teilnahmerecht nach Maßgabe der Ziffer 9.4.1; „ Tochtergesellschaft “ bezeichnet eine Tochtergesellschaft der Gesellschaft im Sinne von Art. 2:24a BW; „ Teilnahmerecht “ bezeichnet das Recht, entweder persönlich oder durch einen schriftlich bevollmächtigten Vertreter, an der Hauptversammlung	"Vennootschap" betekent de naamloze vennootschap waarvan de organisatie is vastgelegd in deze statuten; "Vergaderrecht" betekent het recht om, in persoon of bij schriftelijk gevolmachtigde, de Algemene Vergadering bij te wonen en daarin het woord te voeren; "Vergaderechten" betekent aandelhouders, alsmede vruchtgebruikers met vergaderrecht of pandhouders met vergaderrecht, met inachtneming van artikel 9.4.1; "Wettelijk Giraal Systeem" betekent het giraal systeem als bedoeld in de Wge; en "Wge" betekent de Wet op het giraal effectenverkeer.
---	---	--

4

	teilzunehmen und dort das Wort zu ergreifen; „ Verwaltungsrat “ bezeichnet den Verwaltungsrat der Gesellschaft; „ Verwaltungsratsmitglied “ bezeichnet ein Geschäftsführendes oder ein Nicht Geschäftsführendes Mitglied des Verwaltungsrats; und „ Wge “ bezeichnet das niederländische Gesetz über den Giroverkehr mit Wertpapieren (<i>Wet giraal effectenverkeer</i>).	
1.2 Interpretation	1.2 Auslegung	1.2 Interpretatie
1.2.1 Unless required otherwise by law, the term "in writing" shall include an electronically transmitted, readable and reproducible message.	1.2.1 Sofern gesetzlich nicht abweichend geregelt, umfasst der Begriff „schriftlich“ eine elektronisch übermittelte, lesbare und reproduzierbare Nachricht.	1.2.1 Tenzij de wet anders vereist, omvat het begrip "schriftelijk" een langs elektronische weg toegezonden leesbaar en reproduceerbaar bericht.
1.2.2 References to articles shall be deemed to refer to articles of these articles of association, unless the contrary is apparent.	1.2.2 Verweise auf Ziffern gelten als Verweise auf Ziffern dieser Satzung, sofern nicht etwas anderes ersichtlich ist.	1.2.2 Verwijzingen naar artikelen verwijzen naar artikelen van deze statuten, tenzij het tegendeel duidelijk blijkt.
1.2.3 Unless the context requires otherwise, words and expressions contained and not otherwise defined in these articles of association have the same meaning as in	1.2.3 Sofern der Kontext nichts anders erfordert, haben die in dieser Satzung enthaltenen und nicht anderweitig definierten Wörter und Begriffe die	1.2.3 Tenzij de context anders vereist, hebben woorden en uitdrukkingen die in deze statuten zijn opgenomen en niet anders zijn gedefinieerd, dezelfde betekenis als in het

5

the BW. In addition, unless otherwise indicated, references in these articles of association to provisions of the law are references to provisions of Dutch law as it reads from time to time.	gleiche Bedeutung wie im BW. Sofern nicht abweichend angegeben, beziehen sich Verweise in dieser Satzung auf gesetzliche Bestimmungen auf die Bestimmungen des niederländischen Rechts in seiner jeweils gültigen Fassung.	BW. Verder zijn, tenzij anders aangegeven, verwijzingen naar wettelijke bepalingen in deze statuten verwijzingen naar die bepalingen zoals ze van tijd tot tijd zullen gelden.
1.2.4 Any reference to a gender includes all genders.	1.2.4 Jede Bezugnahme auf ein Geschlecht schließt alle Geschlechter ein.	1.2.4 Woorden die een geslacht aanduiden omvatten ieder ander geslacht.
2 NAME, SEAT AND OBJECTS	2. NAME, SITZ UND UNTERNEHMENSgegenSTAND	2 NAAM, ZETEL EN DOEL
2.1 Name and seat	2.1 Name und Sitz	2.1 Naam en zetel
2.1.1 The name of the Company is: CTP N.V.	2.1.1 Der Name der Gesellschaft lautet CTP N.V.	2.1.1 De naam van de Vennootschap is CTP N.V.
2.1.2 The Company's seat is in Amsterdam, the Netherlands.	2.1.2 Der Sitz der Gesellschaft befindet sich in Amsterdam, Niederlande.	2.1.2 De Vennootschap heeft haar zetel in Amsterdam.
2.2 Objects	2.2 Unternehmensgegenstand	2.2 Doel
2.2.1 The objects of the Company are:	2.2.1 Unternehmensgegenstand der Gesellschaft ist Folgendes:	2.2.1 Het doel van de Vennootschap is:
(a) to invest in real property through the acquisition, development, construction, leasing out, ownership of land, buildings, and other property assets and other property rights, as well as the lease of real property;	(a) Investitionen in Immobilien durch Erwerb, Entwicklung, Bau, Vermietung, Eigentum an Grundstücken, Gebäuden und sonstigem unbeweglichen Sachanlagevermögen und Grundstücksrechten sowie die	(a) het investeren in onroerend goed door middel van verkrijging, ontwikkeling, bouw, verhuur, eigendom van grond, gebouwen en andere onroerende activa en eigendomsrechten, alsmede de verhuur van onroerend goed;
(b) the management, renting out,		(b) het beheer, de verhuur, het verpachten en het afstoten van

6

leasing and divestment of real property and other assets;	Vermietung von Immobilien;	onroerend goed en andere activa;
(c) to incorporate, participate in and conduct the management of other companies and enterprises;	(b) die Verwaltung, Vermietung, Verpachtung und Veräußerung von Immobilien und sonstigen Vermögenswerten;	(c) het oprichten van, deelnemen in en het beheer voeren over andere vennootschappen en ondernemingen;
(d) to render management, financial, administrative, commercial or other services to other companies, persons and enterprises;	(c) Gründung, Beteiligung an und Leitung anderer Gesellschaften und Unternehmen;	(d) het verlenen van bestuurlijke, financiële, administratieve, commerciële of andere diensten aan andere vennootschappen, personen en ondernemingen;
(e) to finance other companies and enterprises;	(d) Erbringung von Management-, Finanz-, Verwaltungs-, Handels- oder sonstigen Dienstleistungen für andere Gesellschaften, Personen und Unternehmen;	(e) het financieren van andere vennootschappen en ondernemingen;
(f) to borrow, to lend and to raise funds, including the issue of bonds, promissory notes or other financial instruments and to enter into agreements in connection with aforementioned activities;	(e) Finanzierung anderer Gesellschaften und Unternehmen;	(f) het lenen, uitlenen en bijeenbrengen van gelden, daaronder begrepen het uitgeven van obligaties, schuldbrieven of andere financiële instrumenten en het aangaan van overeenkomsten in verband met de hiervoor genoemde activiteiten;
(g) to grant guarantees, to bind the Company and to pledge or otherwise encumber assets for obligations of the Company, Subsidiaries and third parties; and	(f) Aufnahme und Gewährung von Darlehen und Beschaffung von Finanzmitteln, einschließlich der Ausgabe von Schuldverschreibungen, Schuldscheinen und sonstigen Finanzinstrumenten sowie Abschluss von Vereinbarungen	(g) het verstrekken van garanties, het binden van de Vennootschap en het verpanden of anderszins bezwaren van activa voor verplichtingen van de Vennootschap,

7

(h) to invest in, to acquire, to transfer, to dispose of, to manage and to operate real property, personal property, shares, bonds, securities and other goods, including patents, trademark rights, licences, permits and other industrial property rights, to manage pension funds, and to perform all activities and developing projects that may be conducive to the achievement of the foregoing, and finally all activities which in the broadest sense relate to or promote the objects.	(g) im Zusammenhang mit den vorgenannten Tätigkeiten; Gewährung von Garantien, Eingehen von Verpflichtung der Gesellschaft und Verpfändung oder anderweitige Belastung von Vermögenswerten für Verpflichtungen der Gesellschaft, von Tochtergesellschaften und Dritten; und (h) Investitionen in und Erwerb, Übertragung, Veräußerung, Verwaltung, Betrieb von Immobilien, persönlichem Eigentum, Aktien, Anleihen, Wertpapieren und sonstigen Gütern, einschließlich Patenten, Markenrechten, Lizenzen, Zulassungen und sonstigen gewerblichen Schutzrechten, Verwaltung von Pensionsfonds und Ausübung jeglicher Tätigkeiten und Entwicklung von Projekten, die der Verwirklichung der	(h) Dochtermaatschappijen en derden; en het investeren, verkrijgen, overdragen, vervreemden, beheren en exploiteren van onroerend goed, persoonlijk eigendom, aandelen, obligaties, effecten en andere goederen, inclusief patenten, merkrechten, licenties, vergunningen en andere industriële eigendomsrechten; het beheren van pensioenfondsen, en het verrichten van alle activiteiten en ontwikkelen van projecten die kunnen bijdragen aan de hiervoor genoemde activiteiten, en ten slotte alles wat in de ruimste zin verband houdt met of bevorderlijk kan zijn voor het doel.
---	--	---

8

3 CAPITAL AND ISSUE OF SHARES 3.1 Capital and Shares 3.1.1 The authorised share capital of the Company is two hundred fifty-six million euro (EUR 256,000,000). It consists of one billion six hundred million (1,600,000,000) Shares with a nominal value of sixteen eurocent (EUR 0.16) each. 3.1.2 The Shares are in registered form. No share certificates are issued. 3.1.3 Shares are numbered. The Board decides on the manner in which the Shares are numbered and may change the numbering of the Shares. 3.1.4 The Company shall not cooperate with the	vorgenannten Zwecke forderlich sein können, und schließlich sämtliche Tätigkeiten, die sich im weitesten Sinne mit dem Unternehmensgegenstand zusammenhängen oder diesen fördern. 3 KAPITAL UND AUSGABE VON AKTIEN 3.1 Kapital und Aktien 3.1.1 Das genehmigte Kapital der Gesellschaft beträgt zweihundertsechsfünftzig Millionen Euro (EUR 256.000.000). Es besteht aus einer Milliarde sechshundert Millionen (1.600.000.000) Aktien mit einem Nennwert von je sechzehn Eurocent (EUR 0,16). 3.1.2 Die Aktien werden als Namensaktien ausgegeben. Es werden keine Aktienzertifikate ausgegeben. 3.1.3 Die Aktien sind nummeriert. Der Verwaltungsrat entscheidet über die Art und Weise, wie die Aktien nummeriert werden, und kann die Nummerierung der Aktien ändern. 3.1.4 Die Gesellschaft wirkt bei der Ausgabe	3 KAPITAAL EN UITGIFTE VAN AANDELEN 3.1 Kapitaal en aandelen 3.1.1 Het maatschappelijk kapitaal van de Vennootschap bedraagt tweehonderdzesenvijftig miljoen euro (EUR 256.000.000,-). Het is verdeeld in een miljard zeshonderd miljoen (1.600.000.000) Aandelen met een nominale waarde van zestien eurocent (EUR 0,16) elk. 3.1.2 De Aandelen luiden op naam. Aandeelbewijzen worden niet uitgegeven. 3.1.3 Aandelen zijn genummerd. Het Bestuur bepaalt de wijze van nummering van de Aandelen en kan de nummering van de Aandelen wijzigen. 3.1.4 De Vennootschap verleent geen medewerking
---	--	--

9

issue of depositary receipts. Holders of depositary receipts for Shares shall therefore not be entitled to Meeting Rights, unless they have been expressly granted to them by the Company pursuant to a resolution of the Board to that effect.	von Hinterlegungsscheinen nicht mit. Inhaber von Hinterlegungsscheinen für Aktien haben daher kein Teilnahmerecht, es sei denn, dieses Recht wurde ihnen von der Gesellschaft gemäß eines entsprechenden Beschlusses des Verwaltungsrats ausdrücklich gewährt.	aan de uitgifte van certificaten. Aan houders van certificaten van Aandelen komen derhalve geen Vergaderrechten toe, tenzij deze uitdrukkelijk door de Vennootschap aan hen zijn toegekend, ingevolge een daartoe strekkend besluit van het Bestuur.
3.2 Issue of Shares	3.2 Ausgabe von Aktien	3.2 Uitgifte van Aandelen
3.2.1 The Board resolves on the issue of Shares and determines the issue price, as well as the other terms and conditions of the issue, if and insofar the Board has been authorised by the General Meeting to do so with due observance of the applicable statutory provisions. Unless otherwise stipulated at its grant, the authorisation cannot be withdrawn. In that case, the General Meeting may resolve to withdraw the authorisation upon a proposal of the Board.	3.2.1 Der Verwaltungsrat beschließt über die Ausgabe von Aktien und legt den Ausgabepreis sowie die sonstigen Bedingungen der Ausgabe fest, wenn und soweit er dazu von der Hauptversammlung unter Beachtung der geltenden gesetzlichen Vorschriften ermächtigt worden ist. Die Ermächtigung kann nicht widerrufen werden, es sei denn bei ihrer Erteilung wird etwas anderes bestimmt. In diesem Fall kann die Hauptversammlung auf Vorschlag des Verwaltungsrats beschließen, die Ermächtigung zu widerrufen.	3.2.1 Het Bestuur besluit tot uitgifte van Aandelen en stelt de uitgifteprijs en de overige voorwaarden van uitgifte vast, als en voor zover het Bestuur daartoe door de Algemene Vergadering is aangewezen met inachtneming van de wettelijke bepalingen. Tenzij bij de aanwijzing anders is bepaald, kan zij niet worden ingetrokken. In dat geval kan de Algemene Vergadering tot intrekking van de aanwijzing besluiten op voorstel van het Bestuur.
3.2.2 If and insofar as the Board has not been authorised as referred to in article 3.2.1, the General Meeting resolves on the issue	3.2.2 Wenn und soweit der Verwaltungsrat nicht gemäß Ziffer 3.2.1 ermächtigt wurde, beschließt die	3.2.2 Als en voor zover het Bestuur niet is aangewezen als bedoeld in artikel 3.2.1, besluit de Algemene Vergadering tot uitgifte

10

of Shares and determines the issue price, as well as the other terms and conditions of the issue.	Hauptversammlung über die Ausgabe von Aktien und legt den Ausgabepreis sowie die sonstigen Bedingungen der Ausgabe fest.	van Aandelen en stelt de uitgifteprijs en de overige voorwaarden van uitgifte vast.
3.2.3 Articles 3.2.1 and 3.2.2 apply equally to the granting of rights to subscribe for Shares. These articles do not apply if Shares are being issued to a person exercising a previously acquired right to subscribe for Shares.	3.2.3 Ziffer 3.2.1 und 3.2.2 gelten auch für die Gewährung von Rechten zur Zeichnung von Aktien. Diese Satzung findet keine Anwendung, wenn Aktien an eine Person ausgegeben werden, die ein zuvor erworbenes Recht zur Zeichnung von Aktien ausübt.	3.2.3 Artikelen 3.2.1 en 3.2.2 zijn van overeenkomstige toepassing op het verlenen van rechten tot het nemen van Aandelen. Deze artikelen zijn niet van toepassing op het uitgeven van Aandelen aan iemand die een voordien verkregen recht tot het nemen van Aandelen uitoefent.
3.3 Payment for Shares	3.3 Einzahlung für Aktien	3.3 Storting op Aandelen
3.3.1 Shares are issued in accordance with sections 2.80, 2.80a and 2.80b BW.	3.3.1 Die Ausgabe von Aktien erfolgt gemäß Art. 2.80, 2.80a und 2.80b BW.	3.3.1 Aandelen worden uitgegeven met inachtneming van de artikelen 2.80, 2.80a en 2.80b BW.
3.3.2 Shares are issued against payment of the nominal amount and, if Shares are issued at a higher amount than the nominal value, the difference between these amounts shall be paid-up, without prejudice to section 2.80(2) BW.	3.3.2 Die Ausgabe von Aktien erfolgt gegen Zahlung des Nennbetrags, werden Aktien zu einem höheren Betrag als dem Nennwert ausgegeben, so ist die Differenz zwischen diesen Beträgen unbeschadet des Art. 2.80(2) BW einzuzahlen.	3.3.2 Aandelen worden uitgegeven tegen storting van het nominale bedrag en, als Aandelen worden uitgegeven tegen een hoger bedrag dan de nominale waarde, wordt het verschil tussen deze bedragen gestort, onverminderd artikel 2.80(2) BW.
3.3.3 Upon resolving to issue Shares or to grant rights to subscribe for Shares, the corporate body adopting the resolution to issue Shares may determine that the Shares are to be paid up in full out of a	3.3.3 Bei der Beschlussfassung über die Ausgabe von Aktien oder die Gewährung von Rechten zur Zeichnung von Aktien kann das Gesellschaftsorgan, das den Beschluss	3.3.3 Bij het besluit tot uitgifte van Aandelen of tot het verlenen van rechten tot het nemen van Aandelen kan het orgaan dat tot uitgifte besluit bepalen dat de Aandelen zullen worden volgestort ten laste van een reserve als

11

reserve as referred to in section 2:389 or 2:390 BW or a Distributable Reserve, regardless of whether those Shares are issued to existing Shareholders.	über die Ausgabe von Aktien fasst, festlegen, dass die Aktien vollständig aus einer Rücklage gemäß Art. 2:389 oder 2:390 BW oder einer Ausschüttungsfähigen Rücklage eingezahlt werden, ungeachtet dessen, ob die Aktien an bestehende Aktionäre ausgegeben werden.	bedoeld in artikel 2:389 of 2:390 BW of een Uitkeerbare Reserve, ongeacht of die Aandelen worden uitgegeven aan bestaande Aandeelhouders.
3.3.4 The Board may perform legal acts as referred to in section 2:94 BW without the approval of the General Meeting.	3.3.4 Der Verwaltungsrat kann die in Art. 2:94 BW genannten Rechtshandlungen ohne die Zustimmung der Hauptversammlung vornehmen.	3.3.4 Het Bestuur kan de in artikel 2:94 BW genoemde rechtshandelingen verrichten zonder goedkeuring van de Algemene Vergadering.
3.4 Pre-emptive rights	3.4 Bezugsrechte	3.4 Voorkeursrecht
3.4.1 If Shares are issued, each Shareholder will have a pre-emptive right in proportion to the aggregate nominal amount of his Shares. This pre-emptive right does not apply to:	3.4.1 Wenn Aktien ausgegeben werden, hat jeder Aktionär ein Bezugsrecht im Verhältnis zum Gesamtnennbetrag seiner Aktien. Dieses Bezugsrecht gilt nicht für:	3.4.1 Als Aandelen worden uitgegeven, heeft iedere Aandeelhouder een voorkeursrecht naar evenredigheid van het gezamenlijke bedrag van zijn Aandelen. Dit voorkeursrecht is niet van toepassing op:
(a) Shares issued to employees of the Company or of a Group Company;	(a) Aktien, die an Mitarbeiter der Gesellschaft oder einer Konzerngesellschaft ausgegeben werden;	(a) Aandelen die worden uitgegeven aan werknemers van de Vennootschap of van een Groepsmaatschappij;
(b) Shares issued against a contribution in kind; and	(b) Aktien, die gegen eine Sacheinlage ausgegeben werden; und	(b) Aandelen die worden uitgegeven tegen inbreng anders dan in geld; en
(c) Shares issued to a person exercising a previously acquired	(c) Aktien, die an eine Person	(c) Aandelen die worden uitgegeven aan iemand die een voordien verkregen recht tot het nemen van Aandelen

12

right to subscribe for Shares.	ausgegeben werden, die ein zuvor erworbenes Recht zur Zeichnung von Aktien ausübt.	uitoefent.
3.4.2 The Board may resolve to limit or exclude a pre-emptive right to Shares that are yet to be issued, if and insofar the Board has been authorised to do so by the General Meeting with due observance of the applicable statutory provisions. Unless otherwise stipulated at its grant, the authorisation cannot be withdrawn. In that case, the General Meeting may resolve to withdraw the authorisation pursuant to a proposal of the Board.	3.4.2 Der Verwaltungsrat kann unter Beachtung der geltenden gesetzlichen Bestimmungen beschließen, das Bezugsrecht auf noch auszugebende Aktien zu beschränken oder auszuschließen, wenn und soweit er hierzu von der Hauptversammlung ermächtigt worden ist. Die Ermächtigung kann nicht widerrufen werden, es sei denn, bei ihrer Erteilung wird etwas anderes bestimmt. In diesem Fall kann die Hauptversammlung auf Vorschlag des Verwaltungsrats beschließen, die Ermächtigung zu widerrufen.	3.4.2 Als en voor zover het Bestuur daartoe door de Algemene Vergadering is aangewezen, besluit het Bestuur tot beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht op uit te geven Aandelen met inachtneming van de wettelijke bepalingen. Tenzij bij de aanwijzing anders is bepaald, kan zij niet worden ingetrokken. In dat geval kan de Algemene Vergadering tot intrekking van de aanwijzing besluiten op voorstel van het Bestuur.
3.4.3 If and insofar the Board has not been authorised as referred to in article 3.4.2, the General Meeting resolves on the limitation or exclusion of pre-emptive rights.	3.4.3 Wenn und soweit der Verwaltungsrat nicht gemäß Ziffer 3.4.2 ermächtigt wurde, beschließt die Hauptversammlung über die Beschränkung oder den Ausschluss des Bezugsrechts.	3.4.3 Als en voor zover het Bestuur niet is aangewezen als bedoeld in artikel 3.4.2, besluit de Algemene Vergadering tot beperking of uitsluiting van voorkeursrechten.
3.4.4 If less than one half of the issued share capital is represented at the General Meeting, a resolution of the General	3.4.4 Wenn weniger als die Hälfte des ausgegebenen Grundkapitals auf der Hauptversammlung vertreten ist, ist für	3.4.4 Als minder dan een helft van het geplaatste kapitaal bij de Algemene Vergadering is vertegenwoordigd, vereist een besluit van de

13

Meeting to limit or exclude the pre-emptive rights and a resolution to authorise the Board as referred to in article 3.4.2 will require a majority of at least two-thirds of the votes cast.	einen Beschluss der Hauptversammlung über die Einschränkung oder den Ausschluss des Bezugsrechts und für einen Beschluss über die Ermächtigung des Verwaltungsrats gemäß Ziffer 3.4.2 eine Mehrheit von mindestens zwei Dritteln der abgegebenen Stimmen erforderlich.	Algemene Vergadering tot beperking of uitsluiting voorkoersrechten en een besluit tot het aanwijzen van het Bestuur als bedoeld in artikel 3.4.2, een meerderheid van ten minste twee derden van de uitgebrachte stemmen.
3.4.5 Subject to section 2:96a BW, the body that resolves to issue Shares shall determine, upon resolving to issue Shares with due observance of the applicable statutory provisions, in which way and within which period of time the pre-emptive rights may be exercised.	3.4.5 Unter Berücksichtigung der Bestimmungen des Art. 2:96a BW bestimmt das Gesellschaftsorgan, das die Ausgabe von Aktien beschließt, bei der Beschlussfassung über die Ausgabe von Aktien unter Beachtung der geltenden gesetzlichen Bestimmungen, in welcher Weise und innerhalb welcher Frist die Bezugsrechte ausgeübt werden können.	3.4.5 Met inachtneming van het bepaalde in artikel 2:96a BW, stelt het orgaan dat tot uitgifte van Aandelen besluit, bij het nemen van een besluit tot uitgifte van Aandelen, met inachtneming van de wettelijke bepalingen, vast op welke wijze en in welk tijdvak de voorkoersrechten kunnen worden uitgeoefend.
3.4.6 This article 3.4 applies equally to the granting of rights to subscribe for Shares.	3.4.6 Diese Ziffer 3.4 gilt auch für die Gewährung von Rechten zur Zeichnung von Aktien.	3.4.6 Dit artikel 3.4 is van overeenkomstige toepassing op het verlenen van rechten tot het nemen van Aandelen.
4 OWN SHARES AND CAPITAL REDUCTION	4 EIGENE AKTIEN UND KAPITALHERABSETZUNG	4 EIGEN AANDELEN EN KAPITAALVERMINDERING
4.1 Acquisition of Shares by the Company	4.1 Erwerb von Aktien durch die Gesellschaft	4.1 Verrijging van Aandelen door de Vennootschap
4.1.1 The Company may acquire fully paid up Shares if and insofar the General Meeting	4.1.1 Die Gesellschaft kann voll eingezahlte Aktien erwerben, wenn und soweit die	4.1.1 De Vennootschap mag volgestorte Aandelen verkrijgen als en voor zover de Algemene

14

has authorised the Board to do so with due observance of the statutory provisions. The General Meeting determines in its authorisation the number of Shares the Company may acquire, in what manner and at what price range. Acquisition by the Company of not paid-up or partially paid-up Shares is null and void.	Hauptversammlung den Verwaltungsrat dazu unter Beachtung der gesetzlichen Vorschriften ermächtigt hat. Die Hauptversammlung legt in ihrer Ermächtigung fest, wie viele Aktien die Gesellschaft auf welche Weise und in welcher Preisspanne erwerben darf. Der Erwerb von nicht oder nur teilweise eingezahlten Aktien durch die Gesellschaft ist nichtig.	Vergadering het Bestuur daartoe heeft gemachtigd met inachtneming van de wettelijke bepalingen. De Algemene Vergadering bepaalt in de machtiging het aantal Aandelen dat de Vennootschap mag verkrijgen, op welke wijze en tussen welke grenzen de prijs moet liggen. Verrijging door de Vennootschap van niet-volgestorte of gedeeltelijk volgestorte Aandelen is nietig.
4.1.2 No authorisation as referred to in article 4.1.1 is required if the Company repurchases fully paid-up Shares for the purpose of transferring these Shares to employees of the Company or of a Group Company under any applicable equity plan, provided that these Shares are quoted on an official list of a stock exchange.	4.1.2 Es ist keine Ermächtigung im Sinne von Ziffer 4.1.1 erforderlich, wenn die Gesellschaft voll eingezahlte Aktien zum Zwecke der Übertragung dieser Aktien an Mitarbeiter der Gesellschaft oder einer Konzerngesellschaft im Rahmen eines anwendbaren Aktienplans zurückkauft, sofern diese Aktien an einer offiziellen Börse im Kursblatt notiert sind.	4.1.2 De machtiging als bedoeld in artikel 4.1.1 is niet vereist voor de verrijging door de Vennootschap van volgestorte Aandelen om deze Aandelen, krachtens een voor hen geldende werknemersregeling, over te dragen aan werknemers van de Vennootschap of een Groepsmaatschappij, mits deze Aandelen zijn opgenomen in een prijscourant van een officiële beurs.
4.1.3 The Company may acquire Shares against payment in cash or in a form other than cash. If the Company acquires Shares by virtue of the authorisation referred to in article 4.1.1, the cash equivalent of a payment in a form other than cash as determined by the Board,	4.1.3 Die Gesellschaft kann Aktien gegen Barzahlung oder in anderer Form als gegen Bargeld erwerben. Erwirbt die Gesellschaft Aktien aufgrund der Ermächtigung gemäß Ziffer 4.1.1, muss der Gegenwert einer Zahlung in einer anderen Form als Bargeld, die vom	4.1.3 De Vennootschap mag Aandelen verkrijgen tegen betaling in geld of in een andere vorm dan in geld. Als de Vennootschap Aandelen verkrijgt onder de in artikel 4.1.1 bedoelde machtiging, moet de door het Bestuur bepaalde tegenwaarde van een betaling in een andere vorm dan in geld liggen binnen de in de

15

must be within the limits of the authorisation.	Verwaltungsrat festgelegt wird, innerhalb der Grenzen der Ermächtigung liegen.	machtigung bepaalde grenzen.
4.1.4 This article 4.1 does not apply to Shares acquired by the Company under universal title.	4.1.4 Diese Ziffer 4.1 gilt nicht für Aktien, die von der Gesellschaft im Wege der Gesamtrechtsnachfolge erworben wurden.	4.1.4 Dit artikel 4.1 is niet van toepassing op Aandelen verkregen door de Vennootschap onder algemene titel.
4.2 Capital reduction	4.2. Kapitalherabsetzung	4.2 Kapitaalvermindering
4.2.1 Pursuant to a proposal of the Board, the General Meeting may decide to reduce the issued share capital with due observance of section 2:99 BW.	4.2.1 Auf Vorschlag des Verwaltungsrats kann die Hauptversammlung eine Herabsetzung des ausgegebenen Grundkapitals beschließen, wobei die Bestimmungen des Art. 2:99 BW zu beachten sind.	4.2.1 De Algemene Vergadering kan op voorstel van het Bestuur besluiten het geplaatste kapitaal te verminderen, met inachtneming van het bepaalde in artikel 2:99 BW.
4.2.2 The issued share capital may be reduced by reducing the nominal value of Shares by means of an amendment to these articles of association or by cancelling Shares.	4.2.2 Das ausgegebene Aktienkapital kann durch Herabsetzung des Nennwerts der Aktien im Wege einer Satzungsänderung oder durch Einziehung von Aktien herabgesetzt werden.	4.2.2 Het geplaatste kapitaal kan worden verminderd door de nominale waarde van Aandelen te verlagen door middel van een wijziging van deze statuten of door intrekking van Aandelen.
4.2.3 If less than one half of the issued share capital is represented at the General Meeting, a resolution of the General Meeting to reduce the share capital will require a majority of at least two-thirds majority of the votes cast.	4.2.3 Ist weniger als die Hälfte des ausgegebenen Grundkapitals in der Hauptversammlung vertreten, so bedarf ein Beschluss der Hauptversammlung über die Herabsetzung des Grundkapitals einer Mehrheit von mindestens zwei Dritteln der	4.2.3 Als minder dan de helft van het geplaatste kapitaal in de Algemene Vergadering is vertegenwoordigd, vereist een besluit van de Algemene Vergadering tot vermindering van het geplaatste kapitaal een meerderheid van ten minste twee derden van de uitgebrachte stemmen.

16

4.2.4 A resolution to cancel Shares can only relate to Shares held by the Company itself or of which it holds the depositary receipts.	4.2.4 Ein Beschluss zur Einziehung von Aktien kann sich nur auf Aktien beziehen, die von der Gesellschaft selbst gehalten werden oder deren Hinterlegungsscheine sie besitzt.	4.2.4 Een besluit tot intrekking van Aandelen kan slechts Aandelen betreffen die de Vennootschap zelf houdt of waarvan zij de certificaten houdt.
4.2.5 Reduction of the nominal value of the Shares without repayment and without release from the obligation to pay up the Shares shall take place proportionately on all Shares. The requirement of proportion may be deviated from with the consent of all Shareholders concerned.	4.2.5 Die Herabsetzung des Nennwerts der Aktien ohne Rückzahlung und ohne Befreiung von der Verpflichtung zur Einzahlung der Aktien erfolgt anteilmäßig für alle Aktien. Von dem Erfordernis der Anteilmäßigkeit kann mit Zustimmung aller betroffenen Aktionäre abgewichen werden.	4.2.5 Vermindering van de nominale waarde van de Aandelen zonder terugbetaling en zonder ontheffing van de verplichting tot volstorting, vindt naar evenredigheid op alle Aandelen plaats. Van het vereiste van evenredigheid kan worden afgeweken met instemming van alle betrokken Aandeelhouders.
5 SHAREHOLDERS REGISTER	5 AKTIONÄRSREGISTER	5 AANDEELHOUDERSREGISTER
5.1 Shareholders register	5.1 Aktionärsregister	5.1 Aandeelhoudersregister
5.1.1 The Board shall keep a shareholders register as referred to in section 2:85 BW. The register may be kept in electronic form.	5.1.1 Der Verwaltungsrat führt ein Aktionärsregister im Sinne des Art. 2:85 BW. Das Register kann in elektronischer Form geführt werden.	5.1.1 Het Bestuur houdt een aandeelhoudersregister als bedoeld in artikel 2:85 BW. Het register kan in elektronische vorm worden gehouden.
5.1.2 The register shall be updated at regular intervals and will state the name and address of each Shareholder and any other information on the Shareholder that may be required by law or deemed appropriate by the Board. Holders of Shares that are not included in the	5.1.2 Das Register wird in regelmäßigen Abständen aktualisiert und enthält den Namen und die Anschrift jedes einzelnen Aktionärs sowie alle sonstigen Informationen, die ggf. gesetzlich vorgeschrieben sind oder vom Verwaltungsrat als angemessen	5.1.2 Het register wordt regelmatig bijgehouden en vermeldt van elke Aandeelhouder de naam, het adres en de overige door de wet vereiste of door het Bestuur passend geachte informatie. Houders van Aandelen die niet zijn opgenomen in het Wettelijk Giraal Systeem verschaften aan het Bestuur tijdig de nodige

17

Statutory Giro System shall provide the Board with the information needed in a timely manner. The Shareholder is responsible for any consequences of not providing such information or of providing incorrect information.	erachtlet werden; Inhaber von Aktien, die nicht in den Gesetzlichen Giroeffektenverkehr einbezogen sind, müssen dem Verwaltungsrat die erforderlichen Informationen rechtzeitig zur Verfügung stellen. Der Aktionär ist für alle Folgen verantwortlich, die sich aus der Nichtbereitstellung dieser Informationen oder aus der Bereitstellung falscher Informationen ergeben.	informatie. De Aandeelhouder is verantwoordelijk voor de gevolgen van het niet, of onjuist, verstrekken van dergelijke gegevens.
5.1.3 The shareholders register may be kept in separate parts and at different locations. Part of the register may be kept outside the Netherlands in order to comply with foreign legislation or with requirements made by a foreign stock exchange. A register is deemed to be kept where the registrar is located.	5.1.3 Das Aktionärsregister kann in getrennten Teilen und an verschiedenen Orten geführt werden. Ein Teil des Registers kann außerhalb der Niederlande geführt werden, um ausländischen Rechtsvorschriften oder den Anforderungen einer ausländischen Börse zu entsprechen. Ein Register gilt als dort geführt, wo sich der Registerführer befindet.	5.1.3 Het aandeelhoudersregister kan in verschillende delen en op verschillende locaties worden gehouden. Het aandeelhoudersregister kan deels buiten Nederland worden gehouden ter voldoening aan de daar geldende wetgeving of op grond van buitenlandse beursvoorschriften. Een register wordt geacht te worden gehouden waar de beheerder gevestigd is.
5.1.4 Any Shares included in the Statutory Giro System will be registered in the name of Euroclear Netherlands or the relevant Intermediary.	5.1.4 Alle Aktien, die in den Gesetzlichen Giroeffektenverkehr einbezogen sind, werden auf den Namen von Euroclear Netherlands oder des jeweiligen Intermediärs eingetragen.	5.1.4 Aandelen opgenomen in het Wettelijk Giraal Systeem worden op naam van Euroclear Nederland of de betreffende Intermediar geregistreerd.
5.1.5 Upon request and at no cost, the Board	5.1.5 Der Verwaltungsrat stellt einem Aktionär	5.1.5 Het Bestuur verstrekt op verzoek kosteloos

18

shall provide a Shareholder with an extract from the register relating to his right to a Share.	auf Antrag kostenlos einen Auszug aus dem Register zur Verfügung, der sich auf sein Recht an einer Aktie bezieht.	aan een Aandeelhouder een uittreksel uit het register over zijn recht op een Aandeel.
5.1.6 Persons with Meeting Rights may inspect the register at the address of the Company. The preceding sentence does not apply to the part of the register kept outside the Netherlands in order to comply with foreign legislation or with requirements made by a foreign stock exchange.	5.1.6 Personen mit Teilnahmerecht können das Register unter der Adresse der Gesellschaft einsehen. Der vorstehende Satz gilt nicht für den Teil des Registers, der außerhalb der Niederlande geführt wird, um ausländischen Rechtsvorschriften oder den Anforderungen einer ausländischen Börse zu entsprechen.	5.1.6 Vergadergerechtigden kunnen het register inzien op het adres van de Vennootschap. De vorige zin is niet van toepassing op het gedeelte van het register dat buiten Nederland wordt gehouden ter voldoening aan de daar geldende wetgeving of op grond van buitenlandse beursvoorschriften.
5.1.7 If any Shares form part of an undivided community of property, the joint participants may only be represented towards the Company by a person who has been designated by them in writing for that purpose. The preceding sentence does not apply to Shares included in the Statutory Giro System.	5.1.7 Gehören Aktien zu einer ungeteilten Bruchteilsgemeinschaft, so können sich die Beteiligten gegenüber der Gesellschaft nur durch eine Person vertreten lassen, die sie zu diesem Zweck schriftlich bevollmächtigt haben. Der vorstehende Satz gilt nicht für Aktien, die in den Gesetzlichen Giroeffektenverkehr einbezogen sind.	5.1.7 Als Aandelen tot een gemeenschap behoren, kunnen de gezamenlijke gerechtigden alleen vertegenwoordigd worden ten opzichte van de Vennootschap door een persoon die zij daartoe schriftelijk hebben aangewezen. De vorige zin is niet van toepassing op Aandelen opgenomen in het Wettelijk Giraal Systeem.
5.1.8 This article 5.1 equally applies to usufructuaries or pledgees who have a right on one or more Shares, with the exception of a pledgee as referred to in section 2:86c(4) BW.	5.1.8 Diese Ziffer 5.1 gilt auch für Nießbraucher oder Pfandgläubiger, die ein Recht an einer oder mehreren Aktien haben, mit Ausnahme eines Pfandgläubigers im Sinne von Art. 2:86c(4) BW.	5.1.8 Dit artikel 5.1 is van overeenkomstige toepassing op vruchtgebruikers of pandhouders die een recht van vruchtgebruik of een pandrecht op één of meerdere Aandelen hebben, met uitzondering van de pandhouder zoals bedoeld in artikel 2:86c(4)

19

6	RIGHT OF PLEDGE AND RIGHT OF USUFRUCT	6	PFANDRECHT UND NIEßBRAUCHSRECHT	BW.	
				6	PANDRECHTEN RECHT VAN VRUCHTGEBRUIK
6.1	Right of pledge	6.1.	Pfandrecht	6.1	Pandrecht
6.1.1	Shares may be pledged.	6.1.1	Die Aktien können verpfändet werden.	6.1.1	Aandelen kunnen worden verpand.
6.1.2	The pledgee has the voting rights attached to pledged Shares if this was agreed in writing when the right of pledge was created or at a later date. In absence of such written agreement, the Shareholder holds the voting rights attached to the pledged Shares.	6.1.2	Der Pfandgläubiger hat die mit den verpfändeten Aktien verbundenen Stimmrechte, wenn dies bei der Begründung des Pfandrechts oder zu einem späteren Zeitpunkt schriftlich vereinbart wurde. In Ermangelung einer solchen schriftlichen Vereinbarung verfügt der Aktionär über die mit den verpfändeten Aktien verbundenen Stimmrechte.	6.1.2	De pandhouder heeft het stemrecht op een verpand Aandeel als dat schriftelijk is overeengekomen bij de vestiging van het pandrecht of daarna. Indien dat niet schriftelijk is overeengekomen, heeft de Aandeelhouder het stemrecht op verpande Aandelen.
6.1.3	Only pledgees with voting rights have Meeting Rights. Shareholders who do not have voting rights as a result of a share pledge, do have Meeting Rights. Pledgees without voting rights do not have Meeting Rights.	6.1.3	Nur stimmberechtigte Pfandgläubiger haben ein Teilnahmerecht. Aktionäre, die aufgrund einer Verpfändung von Aktien nicht stimmberechtigt sind, haben ein Teilnahmerecht. Nicht stimmberechtigte Pfandgläubiger haben kein Teilnahmerecht.	6.1.3	Alleen pandhouders die stemrecht hebben, hebben Vergaderrecht. Aandeelhouders die als gevolg van een pandrecht geen stemrecht hebben, hebben wel Vergaderrecht. Pandhouders zonder stemrecht hebben geen Vergaderrecht.
6.2	Right of usufruct	6.2	Nießbrauchsrecht	6.2	Recht van vruchtgebruik
6.2.1	A right of usufruct may be created on Shares.	6.2.1	An Aktien kann ein Nießbrauchsrecht bestellt werden.	6.2.1	Op Aandelen kan een recht van vruchtgebruik worden gevestigd.
6.2.2	The usufructuary of Shares has the voting rights attached to the Shares if this was	6.2.2	Der Nießbraucher von Aktien hat die mit den Aktien verbundenen Stimmrechte,	6.2.2	De vruchtgebruiker heeft het stemrecht op een Aandeel belast met een recht van

20

	agreed in writing when the right of usufruct was created or at a later date. In absence of such written agreement, the Shareholder has the voting rights attached to the Shares that are subject to the right of usufruct.		wenn dies bei Begründung des Nießbrauchsrechts oder zu einem späteren Zeitpunkt schriftlich vereinbart wurde. Fehlt eine solche schriftliche Vereinbarung, so hat der Aktionär die mit dem Nießbrauchsrecht unterliegenden Aktien verbundenen Stimmrechte.		vruchtgebruik als dat schriftelijk is overeengekomen bij de vestiging van het recht van vruchtgebruik of daarna. Indien dat niet schriftelijk is overeengekomen, heeft de Aandeelhouder het stemrecht op Aandelen belast met een recht van vruchtgebruik.
6.2.3	Only usufructuaries with voting rights have Meeting Rights. Shareholders who do not have voting rights as a result of a right of usufruct do have Meeting Rights. Usufructuaries without voting rights do not have Meeting Rights.	6.2.3	Nur stimmberechtigte Nießbraucher haben ein Teilnahmerecht. Aktionäre, die aufgrund eines Nießbrauchsrechts nicht stimmberechtigt sind, haben ein Teilnahmerecht. Nicht stimmberechtigte Nießbraucher haben kein Teilnahmerecht.	6.2.3	Alleen vruchtgebruikers die stemrecht hebben, hebben Vergaderrecht. Aandeelhouders die als gevolg van een recht van vruchtgebruik geen stemrecht hebben, hebben wel Vergaderrecht. Vrachtgebruikers zonder stemrecht hebben geen Vergaderrecht.
7	TRANSFER OF SHARES	7	ÜBERTRAGUNG VON AKTIEN	7	LEVERING VAN AANDELEN
7.1	Transfer of Shares	7.1	Übertragung von Aktien	7.1	Levering van Aandelen
7.1.1	The transfer of rights a Shareholder holds with regard to Shares included in the Statutory Giro System takes place in accordance with the provisions of the Wge.	7.1.1	Die Übertragung von Rechten, die ein Aktionär in Bezug auf Aktien hat, die in den Gesetzlichen Giroeffektenverkehr einbezogen sind, erfolgt gemäß den Bestimmungen des Wge.	7.1.1	De levering van rechten van een Aandeelhouder op Aandelen opgenomen in het Wettelijk Giraal Systeem vindt plaats in overeenstemming met de bepalingen van de Wge.
7.1.2	The transfer of Shares not included in the Statutory Giro System, requires a deed executed for that purpose and, save in the event that the Company itself is a party to the transaction, written acknowledgement	7.1.2	Die Übertragung von Aktien, die nicht in den Gesetzlichen Giroeffektenverkehr einbezogen sind, erfordert eine zu diesem Zweck ausgefertigte Urkunde und, sofern die Gesellschaft nicht selbst	7.1.2	De levering van Aandelen niet opgenomen in het Wettelijk Giraal Systeem, vereist een daartoe bestemde akte en, behoudens in het geval dat de Vennootschap zelf partij is bij de rechtshandeling, schriftelijke erkenning van de

21

of that transfer by the Company. Service of the deed of transfer or of a certified notarial copy or extract of that deed, on the Company, will be the equivalent of acknowledgement as stated in this article 7.1.2. This article 7.1.2 applies equally to the creation of a right of pledge or a right of usufruct on a Share that is not included in the Statutory Giro System, provided that a right of pledge may also be established without acknowledgement by or service on the Company, with due observance of section 2:86c(4) BW.	Partei des Rechtsgeschäfts ist, eine schriftliche Bestätigung dieser Übertragung durch die Gesellschaft. Die Zustellung der Übertragungsurkunde oder einer beglaubigten notariellen Abschrift oder eines Auszugs aus dieser Urkunde an die Gesellschaft gilt als gleichwertig mit der in dieser Ziffer 7.1.2 genannten Bestätigung. Diese Ziffer 7.1.2 gilt auch für die Begründung eines Pfandrechts oder eines Nießbrauchsrechts an einer Aktie, die nicht in den Gesetzlichen Giroeffektenverkehr einbezogen ist, mit der Maßgabe, dass ein Pfandrecht auch ohne Bestätigung durch die Gesellschaft oder Zustellung an diese begründet werden kann, wobei Art. 2:86c(4) BW zu beachten ist.	overdracht door de Vennootschap. Met de erkenning als vermeld in dit artikel 7.1.2 staat gelijk de betekening van de leveringsakte of een gewaarmerkt notarieel afschrift of uittreksel daarvan aan de Vennootschap. Dit artikel 7.1.2 is van overeenkomstige toepassing op de vestiging van een pandrecht of een recht van vruchtgebruik op een Aandeel dat niet is opgenomen in het Wettelijk Giraal Systeem, met dien verstande dat een pandrecht ook kan worden gevestigd zonder erkenning door of betekening aan de Vennootschap, met inachtneming van het bepaalde in artikel 2:86c(4)BW.
7.1.3 Delivery (uitlevering) of Shares included in the Statutory Giro System may only take place with due observance of the provisions of the Wge.	7.1.3 Die Übergabe (uitlevering) von Aktien, die in den Gesetzlichen Giroeffektenverkehr einbezogen sind, kann nur unter Beachtung der Bestimmungen des Wge erfolgen.	7.1.3 Uitlevering van Aandelen opgenomen in het Wettelijk Giraal Systeem kan alleen plaatsvinden met inachtneming van het bepaalde in de Wge.
8 MANAGEMENT: ONE-TIER BOARD	8 MANAGEMENT: EINSTUFIGER (MONISTISCHER) VERWALTUNGSRAT	8 BESTUUR: ONE-TIER BESTUUR

22

8.1 Composition of the Board and division of duties	8.1 Zusammensetzung des Verwaltungsrats und Aufgabenteilung	8.1 Samenstelling van het Bestuur en interne organisatie
8.1.1 The Company is managed by the Board. The management duties are divided among one or more Non-Executive Directors and one or more Executive Directors. The majority of the Directors must be Non-Executive Directors. The Board determines the number of Executive Directors and the number of Non-Executive Directors. Without prejudice to this article 8.1.1, the Board decides whether any Board positions are vacant.	8.1.1 Die Gesellschaft wird vom Verwaltungsrat geleitet. Die Geschäftsführungsaufgaben sind zwischen einem oder mehreren Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitgliedern und einem oder mehreren Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitgliedern aufgeteilt. Bei der Mehrheit der Verwaltungsratsmitglieder muss es sich um Nicht Geschäftsführende Verwaltungsmitglieder handeln. Der Verwaltungsrat bestimmt die Anzahl der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder und die Anzahl der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder. Unbeschadet dieser Ziffer 8.1.1 entscheidet der Verwaltungsrat, ob Positionen im Verwaltungsrat vakant sind.	8.1.1 De Vennootschap wordt bestuurd door het Bestuur. De bestuurstaken worden verdeeld over een of meer Niet-Uitvoerende Bestuurders en een of meer Uitvoerende Bestuurders. De meerderheid van de Bestuurders moeten Niet-Uitvoerende Bestuurders zijn. Het Bestuur bepaalt het aantal Uitvoerende Bestuurders en het aantal Niet-Uitvoerende Bestuurders. Onverminderd dit artikel 8.1.1, bepaalt het Bestuur of er vacatures binnen het Bestuur zijn.
8.1.2 The Executive Directors are primarily responsible for the day-to-day	8.1.2 Die Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder sind in erster	8.1.2 De Uitvoerende Bestuurders zijn in de eerste plaats verantwoordelijk voor het dagelijks

23

management of the Company: The Non-Executive Directors supervise the Executive Directors' policy and performance of duties and the Company's general affairs and its business, and give advice to the Executive Directors. The Non-Executive Directors furthermore perform any duties allocated to them under or pursuant to the law or these articles of association. The Executive Directors shall timely provide the Non-Executive Directors with the information they need to carry out their duties.	Linie für das Tagesgeschäft der Gesellschaft verantwortlich. Die Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder überwachen die Strategie der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder, die Erfüllung ihrer Aufgaben und die allgemeinen Angelegenheiten der Gesellschaft und der Geschäfte und beraten die Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder. Die Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder nehmen darüber hinaus alle Aufgaben wahr, die ihnen nach dem Gesetz oder dieser Satzung zugewiesen sind. Die Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder stellen den Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitgliedern rechtzeitig die Informationen zur Verfügung, die sie zur Erfüllung ihrer Aufgaben benötigen.	bestuur van de Vennootschap. De Niet-Uitvoerende Bestuurders houden toezicht op het beleid en de uitoefening van de taken van de Uitvoerende Bestuurders en op de algemene gang van zaken van de Vennootschap en de met haar verbonden onderneming, en geven advies aan de Uitvoerende Bestuurders. De Niet-Uitvoerende Bestuurders vervullen verder alle taken die bij of krachtens de wet of de statuten aan hen zijn opgedragen. De Uitvoerende Bestuurders verstrekken tijdig aan de Niet-Uitvoerende Bestuurders de informatie die zij nodig hebben voor de uitoefening van hun taken.
8.1.3 The Board will designate one of the Non-Executive Directors as Senior Independent Director.	8.1.3 Der Verwaltungsrat wird eines der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder zum Leitenden Unabhängigen	8.1.3 Het Bestuur wijst één van de Niet-Uitvoerende Bestuurders aan als Senior Independent Director.

24

The Board will designate one of the Executive Directors as Chief Executive Officer and one of the Executive Directors as Chief Financial Officer. The Board may grant other titles to Directors.	Verwaltungsratsmitglied ernennen. Der Verwaltungsrat ernennt eines der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder zum Chief Executive Officer und einen der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder zum Chief Financial Officer. Der Verwaltungsrat kann Verwaltungsratsmitgliedern andere Titel verleihen.	Het Bestuur wijst één van de Uitvoerende Bestuurders aan als Chief Executive Officer en één van de Uitvoerende Bestuurders als Chief Financial Officer. Het Bestuur kan andere titels aan Bestuurders toekennen.
8.1.4 With due observance of these articles of association, the Board will adopt Board Rules concerning its organisation, decision-making, the duties and organisation of committees and other internal matters concerning the Board, the Executive Directors, the Non-Executive Directors and the committees established by the Board. In performing their duties, the Directors shall act in compliance with the Board Rules.	8.1.4 Unter Beachtung dieser Satzung gibt sich der Verwaltungsrat eine Geschäftsordnung, die seine Organisation, Entscheidungsfindung, die Aufgaben und die Organisation der Ausschüsse sowie andere interne Angelegenheiten des Verwaltungsrats, der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder, der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder und der vom Verwaltungsrat eingesetzten Ausschüsse regelt. Bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben handeln die Verwaltungsratsmitglieder	8.1.4 Het Bestuur stelt, met inachtneming van deze statuten, een Bestuursreglement vast met betrekking tot haar organisatie, besluitvorming, de taken en organisatie van de commissies en andere interne aangelegenheden van het Bestuur, de Uitvoerende Bestuurders, de Niet-Uitvoerende Bestuurders en de door het Bestuur ingestelde commissies. De Bestuurders zullen bij de uitvoering van hun taken handelen in overeenstemming met het Bestuursreglement.

25

	im Einklang mit der Geschäftsordnung des Verwaltungsrats.	
8.1.5 The Board may divide its duties and powers among the Directors by means of the Board Rules or otherwise in writing with due observance of the following provisions:	8.1.5 Der Verwaltungsrat kann seine Aufgaben und Befugnisse über die Geschäftsordnung oder anderweitig schriftlich unter Beachtung der folgenden Bestimmungen unter den Verwaltungsratsmitgliedern aufteilen:	8.1.5 Het Bestuur kan in het Bestuursreglement of anderszins schriftelijk de bestuurs taken en bevoegdheden verdelen over de Bestuurders met inachtneming van de volgende bepalingen:
(a) Non-Executive Directors may not be deprived of their duty to supervise the performance of Directors;	(a) die Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder dürfen nicht von ihrer Pflicht entbunden werden, die Leistung der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder zu überwachen;	(a) de taak om toezicht te houden op de taakuitoefening door Bestuurders kan niet worden ontnomen aan Niet-Uitvoerende Bestuurders;
(b) an Executive Director may not be appointed Senior Independent Director or vice-chairperson;	(b) ein Geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied kann nicht zum Leitenden Unabhängigen Verwaltungsratsmitglied oder zum stellvertretenden Vorsitzenden ernannt werden;	(b) een Uitvoerende Bestuurder kan niet tot Senior Independent Director of vicevoorzitter worden benoemd;
(c) the power to make nominations for the appointment of a Director may not be allocated to Executive Directors; and	(c) die Befugnis, Nominierungen für die Bestellung eines Verwaltungsratsmitglieds	(c) het recht voordrachten voor de benoeming van een Bestuurder te doen kan niet aan Uitvoerende Bestuurders worden toebedeeld; en
(d) the power to determine the remuneration of an Executive Director may not be allocated to one or more Executive Directors.		(d) het vaststellen van de bezoldiging van een Uitvoerende Bestuurder kan niet aan een of meerdere Uitvoerende Bestuurders worden toebedeeld.
Subject to the Board's authority, one or more Directors may adopt valid		Onverminderd de bevoegdheid van het Bestuur, kunnen een of meer Bestuurders

26

resolutions on any business pertaining to his or their duties and powers, allocated to him or them pursuant to this article 8.1.5.	abzugeben, kann nicht an Geschäftsführende Verwaltungsratsmitglieder vergeben werden; und	rechtsgeldig besluiten nemen omtrent zaken die tot zijn respectievelijk hun taak behoren en omtrent bevoegdheden die aan hem respectievelijk hen zijn toegekend met inachtneming van dit artikel 8.1.5.
	(d) die Befugnis, die Vergütung eines Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieds festzulegen, kann nicht einem mehreren oder Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitgliedern zugewiesen werden.	
	Vorbehaltlich der Befugnisse des Verwaltungsrats können ein oder mehrere Verwaltungsratsmitglieder gültige Beschlüsse über alle Angelegenheiten fassen, die mit ihren Aufgaben und Befugnissen zusammenhängen, die ihnen gemäß dieser Ziffer 8.1.5 zugewiesen wurden.	
8.2 Appointment of Directors	8.2 Ernennung von Verwaltungsratsmitgliedern	8.2 Benoeming van Bestuurders
8.2.1 The General Meeting appoints the Directors on a binding nomination by the Board.	8.2.1 Die Hauptversammlung ernannt die Verwaltungsratsmitglieder auf verbindlichen Vorschlag des Verwaltungsrats.	8.2.1 De Algemene Vergadering benoemt de Bestuurders op bindende voordracht van het Bestuur.

27

8.2.2 If a Director is to be appointed, the Board shall make a nomination and shall state whether a person is nominated for appointment as Executive Director or Non-Executive Director and shall state the term of office. Executive Directors shall not participate in the deliberations and decision-making process of the Board regarding a nomination for the appointment of a Director. The binding nomination shall be included in the notice of the General Meeting at which the appointment shall be considered.	8.2.2 Soll ein Verwaltungsratsmitglied ernannt werden, macht der Verwaltungsrat einen Vorschlag ab, gibt an, ob eine Person für die Ernennung als Geschäftsführendes oder Nicht Geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied vorgeschlagen wird, und nennt die Amtszeit. Die Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder nehmen nicht an den Beratungen und der Entscheidungsfindung des Verwaltungsrats in Bezug auf einen Vorschlag für die Ernennung als Verwaltungsratsmitglied teil. Der verbindliche Vorschlag wird in die Einberufung zur Hauptversammlung aufgenommen, in der über die Ernennung entschieden werden soll.	8.2.2 Als ein Bestuurder moet worden benoemd, doet het Bestuur een voordracht en vermeldt of een persoon wordt voorgedragen voor benoeming tot Uitvoerend Bestuurder of Niet Uitvoerend Bestuurder en de termijn van benoeming. Uitvoerende Bestuurders zullen niet deelnemen aan de beraadslaging en besluitvorming van het Bestuur omtrent een voordracht tot de benoeming van een Bestuurder. De bindende voordracht zal worden opgenomen in de oproeping van de Algemene Vergadering waarin de benoeming zal worden overwogen.
8.2.3 The General Meeting may cancel the binding nature of a nomination for the appointment of a Director by means of a resolution adopted by an absolute majority of the votes cast representing more than one third of the issued share capital.	8.2.3 Die Hauptversammlung kann die Verbindlichkeit eines Vorschlags für die Ernennung eines Verwaltungsratsmitglieds durch Beschluss aufheben, der mit der absoluten Mehrheit der abgegebenen Stimmen, die mehr als ein Drittel des ausgegebenen Grundkapitals vertreten,	8.2.3 De Algemene Vergadering kan aan een voordracht tot benoeming van een Bestuurder het bindend karakter ontnemen bij een besluit dat is genomen met een volstrekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen, welke meerderheid meer dan een derde van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt.

28

8.2.4 If the nomination comprises one candidate for a vacancy to be filled, the effect of a resolution on the nomination will be that that candidate is appointed, unless the binding nature of the nomination is cancelled.	8.2.4 Umfasst der Vorschlag einen Kandidaten für eine zu besetzende Stelle, so hat ein Beschluss über den Vorschlag die Wirkung, dass dieser Kandidat ernannt wird, es sei denn, die Verbindlichkeit des Vorschlags wird aufgehoben.	8.2.4 Als de voordracht één kandidaat voor een te vervullen vacature bevat, heeft een besluit over de voordracht tot gevolg dat die kandidaat is benoemd, tenzij het bindend karakter aan de voordracht wordt ontnomen.
8.2.5 If the General Meeting cancelled the binding nature of the nomination, the Board has the exclusive right to make a new binding nomination in accordance with article 8.2.2 or to withdraw the vacancy in the Board. If the binding nature of the nomination is cancelled twice and the Board has not withdrawn the vacancy within four weeks after the General Meeting cancelled the binding nature of a nomination for the second time, then the Shareholders will be free to put the appointment of a Director on the agenda, with due observance of article 9.3.3.	8.2.5 Hat die Hauptversammlung die Verbindlichkeit des Vorschlags aufgehoben, hat der Verwaltungsrat das ausschließliche Recht, einen neuen verbindlichen Vorschlag gemäß Ziffer 8.2.2 zu machen oder die Vakanz im Verwaltungsrat zu widerrufen. Wenn die Verbindlichkeit des Vorschlags zweimal aufgehoben wird und der Verwaltungsrat die Vakanz nicht innerhalb von vier Wochen widerrufen hat, nachdem die Hauptversammlung zum zweiten Mal die Verbindlichkeit eines Vorschlags aufgehoben hat, steht es den Aktionären frei, die Ernennung eines Verwaltungsratsmitglieds unter Beachtung der Ziffer 9.3.3 auf die Tagesordnung zu setzen.	8.2.5 Als het bindend karakter aan de voordracht is ontnomen door de Algemene Vergadering, heeft het Bestuur het exclusieve recht een nieuwe bindende voordracht te doen in overeenstemming met artikel 8.2.2 of de vacature in het Bestuur in te trekken. Als voor de tweede maal het bindend karakter aan de voordracht is ontnomen en het Bestuur niet binnen vier weken nadat de Algemene Vergadering het bindend karakter voor de tweede keer aan de voordracht heeft ontnomen de vacature in heeft getrokken, dan staat het de Aandeelhouders vrij met inachtneming van artikel 9.3.3 de benoeming van een Bestuurder te agenderen.
8.2.6 A Director shall be appointed for a term	8.2.6 Ein Verwaltungsratsmitglied wird für	8.2.6 Een Bestuurder wordt voor een periode

29

lapsing ultimately at the end of the annual General Meeting held in the fourth year after the year of his appointment or re-appointment, unless specified otherwise in the nomination for his appointment or re-appointment. A Director may be re-appointed with due observance of this article 8.2.6.	eine Amtszeit bestellt, die spätestens mit Ablauf der ordentlichen Hauptversammlung endet, die im vierten Jahr nach dem Jahr seiner Ernennung oder Wiederernennung stattfindet, es sei denn, in dem Vorschlag für seine Ernennung oder Wiederernennung wird etwas anderes bestimmt. Ein Verwaltungsratsmitglied kann unter Beachtung dieser Ziffer 8.2.6 wiedernannt werden.	benoemd die uiterlijk afloopt aan het eind van de jaarlijkse Algemene Vergadering die gehouden wordt in het vierde jaar na het jaar van zijn benoeming of herbenoeming, tenzij hiervan is afgeweken bij het besluit tot benoeming of herbenoeming. Een Bestuurder kan worden herbenoemd in overeenstemming met dit artikel 8.2.6.
In deviation from this article 8.2.6, the Founder may be unlimitedly appointed and re-appointed as a Director for an indefinite period of time.	In Abweichung von dieser Ziffer 8.2.6 kann der Gründer unbeschränkt auf unbestimmte Zeit zum Verwaltungsratsmitglied ernannt und wiedernannt werden.	In afwijking van dit artikel 8.2.6 kan de Oprichter onbeperkt worden benoemd en herbenoemd als Bestuurder voor onbepaalde tijd.
The Board may draw up a retirement schedule for the Non-Executive Directors.	Der Verwaltungsrat kann einen Pensionierungsplan für die Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder aufstellen.	Het Bestuur kan een schema van aftreden opstellen voor de Niet-Uitvoerende Bestuurders.
8.3 Suspension and dismissal of Directors	8.3 Suspending and Abberufung von Verwaltungsratsmitgliedern	8.3 Schorsing en ontslag van Bestuurders
8.3.1 The General Meeting may suspend or dismiss a Director. Unless proposed by the Board, the General Meeting may only resolve to suspend or dismiss a Director	8.3.1 Die Hauptversammlung kann ein Verwaltungsratsmitglied suspendieren oder abberufen. Sofern nicht vom Verwaltungsrat vorgeschlagen, kann die	8.3.1 De Algemene Vergadering kan een Bestuurder schorsen of ontslaan. Tenzij op voorstel van het Bestuur, kan de Algemene Vergadering een besluit tot schorsing of

30

with a majority with at least two-thirds of the votes cast, representing more than half of the issued share capital.	Hauptversammlung die Suspendierung eines Verwaltungsratsmitglieds nur mit einer Mehrheit von mindestens zwei Dritteln der abgegebenen Stimmen, die mehr als die Hälfte des ausgegebenen Grundkapitals vertreten, beschließen.	ontslag van een Bestuurder alleen nemen met een meerderheid van ten minste twee derde van de uitgebrachte stemmen, welke meerderheid meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt.
8.3.2 The Board may suspend an Executive Director at any time. A suspension by the Board may, at any time, be discontinued by either the Board or the General Meeting.	8.3.2 Der Verwaltungsrat kann ein Geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied jederzeit suspendieren. Eine Suspendierung durch den Verwaltungsrat kann jederzeit entweder durch den Verwaltungsrat oder die Hauptversammlung aufgehoben werden.	8.3.2 Het Bestuur kan een Uitvoerende Bestuurder altijd schorsen. Een schorsing door het Bestuur kan altijd door het Bestuur of de Algemene Vergadering worden opgeheven.
8.3.3 A suspension may be extended one or more times, but the total duration of the suspension may not exceed three months. If at the end of that period, no decision has been taken on termination of the suspension or on dismissal, the suspension shall end.	8.3.3 Eine Suspendierung kann ein- oder mehrmals verlängert werden, doch darf die Gesamtdauer der Suspendierung drei Monate nicht überschreiten. Ist nach Ablauf dieses Zeitraums keine Entscheidung über die Beendigung der Suspendierung oder über die Abberufung ergangen, so endet die Suspendierung.	8.3.3 Een schorsing kan één of meer malen worden verlengd, maar de totale duur van de schorsing kan niet langer dan drie maanden zijn. Als aan het eind van die periode geen beslissing is genomen over de beëindiging van de schorsing of een ontslag, zal de schorsing eindigen.
8.4 Directors' inability to act and vacancies	8.4 Verhinderung der Verwaltungsratsmitglieder und Vakanzen	8.4 Belet en ontstentenis van Bestuurders

31

8.4.1	If the seat of an Executive Director is vacant or in case an Executive Director is unable to act, the remaining Executive Director or Executive Directors shall temporarily be entrusted with the tasks and duties of that Executive Director. The Board may divide the relevant duties of the Executive Director whose position is vacant or who is unable to act to one or more Directors with due observance of articles 8.1.2 and 8.1.5. In addition, the Board may designate a temporary deputy. If all Executive Director positions are vacant or all Executive Directors are unable to act, the Non-Executive Directors shall be entrusted with the tasks and duties of the Executive Directors, notwithstanding that the Board may provide for a temporary deputy. The person or persons charged with the management of the Company pursuant to this article 8.4.1, shall serve no longer than (i) the Executive Director for which he served as a replacement is unable to act or (ii) the moment at which General Meeting subsequently appoints one or more persons as Executive Director.	8.4.1	Ist der Sitz eines Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieds vakant oder ist ein Geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied verhindert, so werden die Aufgaben und Pflichten des betreffenden Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglied vorübergehend von dem oder den verbleibenden Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitgliedern übernommen. Der Verwaltungsrat kann die entsprechenden Aufgaben des Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieds, dessen Position vakant ist oder das verhindert ist, auf einen oder mehrere Verwaltungsratsmitglieder aufteilen, wobei die Ziffern 8.1.2 und 8.1.5 zu beachten sind. Darüber hinaus kann der Verwaltungsrat einen vorübergehenden Stellvertreter benennen. Sind alle Positionen der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder vakant oder sind alle Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder verhindert, werden die Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder mit den	8.4.1	Als een Uitvoerende Bestuurder ontbreekt of verhindert is, zal de overblijvende Uitvoerende Bestuurder of zullen de overblijvende Uitvoerende Bestuurders tijdelijk belast zijn met de taken en bevoegdheden van die Uitvoerende Bestuurder. Het Bestuur kan de taken van de betreffende Uitvoerende Bestuurder die ontbreekt of verhindert is verdelen over één of meer Bestuurders, met inachtneming van artikelen 8.1.2 en 8.1.5. Het Bestuur kan daarnaast een tijdelijke vervanger aanwijzen. Als alle Uitvoerende Bestuurders ontbreken of verhindert zijn, zullen de Niet-Uitvoerende Bestuurders tijdelijk belast zijn met de taken en bevoegdheden van de Uitvoerende Bestuurders, onverminderd de bevoegdheid van het Bestuur om een tijdelijke vervanger aan te wijzen. De persoon of personen die met het bestuur van de vennootschap is of zijn belast als vermeld in dit artikel 8.4.1, blijven niet langer in functie dan (i) tot het tijdstip dat de Uitvoerend Bestuurder voor wie hij als plaatsvervanger optrad verhindert is of (ii) tot het moment waarop de Algemene Vergadering één of meer personen tot Uitvoerend Bestuurder benoemt.
-------	--	-------	---	-------	--

32

	Aufgaben und Pflichten der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder betraut, ungeachtet der Tatsache, dass der Verwaltungsrat einen vorübergehenden Stellvertreter bestimmen kann. Die mit der Leitung der Gesellschaft gemäß dieser Ziffer 8.4.1 beauftragte(n) Person(en) bleibt/bleiben nur so lange im Amt, (i) wie die Verhinderung des Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieds, für das er/sie als Stellvertreter fungierte, andauert, oder (ii) bis die Hauptversammlung schließlich eine oder mehrere Personen zum Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglied ernannt.				
8.4.2	If the seat of a Non-Executive Director is vacant or in case a Non-Executive Director is unable to act, the remaining Non-Executive Director or Non-Executive Directors shall temporarily be entrusted with the tasks and duties of that Non-Executive Director. The Board may divide the relevant duties of the Non-Executive Director whose position is vacant or who is unable to act, to one or more Non-	8.4.2	Ist der Sitz eines Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieds vakant oder ist ein Nicht Geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied verhindert, wird/werden das/die verbleibende(n) Nicht Geschäftsführende(n) Verwaltungsratsmitglied(er) vorübergehend mit den Aufgaben und Pflichten dieses Nicht	8.4.2	Als een Niet-Uitvoerend Bestuurder ontbreekt of verhindert is, zal de overblijvende Niet-Uitvoerende Bestuurder of zullen de overblijvende Niet-Uitvoerende Bestuurders tijdelijk belast zijn met de taken en bevoegdheden van die Niet-Uitvoerende Bestuurder. Het Bestuur kan de taken van de betreffende Niet-Uitvoerende Bestuurder die ontbreekt of verhindert is verdelen over één of meer Bestuurders, met inachtneming van

33

Executive Directors with due observance of articles 8.1.2 and 8.1.5. In addition, the Board may designate a temporary deputy. If all Non-Executive Director positions are vacant or all Non-Executive Directors are unable to act, the person that most recently served as Senior Independent Director and/or a person or persons designated by that person shall be temporarily entrusted with the tasks and duties of the Non-Executive Directors. If the person that most recently served as Senior Independent Director and/or a person or persons designated by that person is unable or unwilling to be temporarily entrusted with the tasks and duties of the Non-Executive Directors, the General Meeting shall be authorised to temporarily entrust the tasks and duties of the Non-Executive Directors to one or more persons. If all Non-Executive Director positions are vacant, that person shall as soon as possible take the necessary measures to make definitive arrangements. The person or persons charged with the tasks and duties of the Non-Executive Directors pursuant to this	Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieds betraut. Der Verwaltungsrat kann die entsprechenden Aufgaben des Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieds, dessen Position vakant ist oder das verhindert ist, unter Beachtung der Ziffern 8.1.2 und 8.1.5 an eines oder mehrere Verwaltungsratsmitglieder übertragen. Darüber hinaus kann der Verwaltungsrat einen vorübergehenden Stellvertreter ernennen. Sind alle Positionen der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder vakant oder sind alle Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder verhindert, wird die Person, die zuletzt als Leitendes Unabhängiges Verwaltungsratsmitglied tätig war, und/oder eine oder mehrere von dieser Person benannte Personen vorübergehend mit den Aufgaben und Pflichten der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder betraut. Wenn die Person, die zuletzt als	artikelen 8.1.2 en 8.1.5. Het Bestuur kan daarnaast een tijdelijke vervanger aanwijzen. Als alle Niet-Uitvoerende Bestuurders ontbreken of verhinderd zijn, zal de persoon die het meest recent de functie van Senior Independent Director heeft vervuld en/of een persoon of personen die door die persoon is of zijn aangewezen tijdelijk belast zijn met de taken en bevoegdheden van de Niet-Uitvoerende Bestuurders. Als de persoon die het meest recent de functie van Senior Independent Director heeft vervuld of de personen die door die persoon zijn aangewezen niet in staat of bereid is om tijdelijk met de taken en bevoegdheden van de Niet-Uitvoerende Bestuurders te worden belast, is de Algemene Vergadering bevoegd de taken en bevoegdheden van de Niet-Uitvoerende Bestuurders tijdelijk aan één of meer personen op te dragen. Als alle Niet-Uitvoerende Bestuurders ontbreken of verhinderd zijn, neemt die persoon zo spoedig mogelijk de nodige maatregelen om een definitieve voorziening te treffen. De persoon of personen die belast is of zijn met de taken en bevoegdheden van de Niet-Uitvoerende Bestuurders als vermeld in dit artikel 8.4.2.
---	--	---

34

article 8.4.2 shall serve no longer than (i) the Non-Executive Director(s) for which he served as a replacement is unable to act or (ii) until the moment at which General Meeting subsequently appoints one or more persons as Non-Executive Director.	Leitendes Unabhängiges Verwaltungsratsmitglied tätig war, und/oder eine oder mehrere von dieser Person benannte Personen nicht in der Lage oder nicht bereit sind, vorübergehend mit den Aufgaben und Pflichten der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder betraut zu werden, ist die Hauptversammlung ermächtigt, die Aufgaben und Pflichten der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder vorübergehend einer oder mehreren Personen zu übertragen. Sind alle Positionen der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder vakant, so trifft diese Person so schnell wie möglich die notwendigen Maßnahmen für dauerhafte Vorkehrungen. Die Person(en), die mit den Aufgaben und Pflichten der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder gemäß dieser Ziffer 8.4.2 betraut ist/sind, bleibt/bleiben nur so lange im Amt, (i) wie das/die Nicht Geschäftsführende(n)	blijft of blijven niet langer in functie dan (i) het tijdstip dat de Niet-Uitvoerende Bestuurder(s) voor wie hij als plaatsvervanger optrad verhinderd is of (ii) tot het moment waarop de Algemene Vergadering één of meer personen tot Niet-Uitvoerend Bestuurder benoemt.
---	--	--

35

	Verwaltungsratsmitglied(er), den/die er/sie vertritt/vertreten, verhindert ist/sind, oder (ii) bis zu dem Zeitpunkt, zu dem die Hauptversammlung eine oder mehrere Personen als Nicht-Geschäftsführende/s Verwaltungsratsmitglied(er) bestellt.	
8.4.3 If the Senior Independent Director is absent or unable to act, another Non-Executive Director designated by the Board may be entrusted with the duties of the Senior Independent Director.	8.4.3 Bei Abwesenheit oder Verhinderung des Leitenden Unabhängigen Verwaltungsratsmitglieds kann ein anderes vom Verwaltungsrat benanntes Nicht-Geschäftsführendes Verwaltungsratsmitglied mit den Aufgaben des Leitenden Unabhängigen Verwaltungsratsmitglieds betraut werden.	8.4.3 Als de Senior Independent Director ontbreekt of verhinderd is, kan een andere Niet-Uitvoerende Bestuurder aangewezen door het Bestuur de taken van de Senior Independent Director vervullen.
8.4.4 A Director shall in any event be considered to be unable to act within the meaning of articles 8.4.1, 8.4.2 and 8.4.3:	8.4.4 Ein Verwaltungsratsmitglied gilt in jedem Fall als verhindert im Sinne der Ziffern 8.4.1, 8.4.2 und 8.4.3:	8.4.4 Een Bestuurder wordt in elk geval geacht te zijn verhinderd in de zin van de artikelen 8.4.1, 8.4.2 en 8.4.3:
(a) during the Director's suspension;	(a) während der Suspendierung des Verwaltungsratsmitglieds;	(a) tijdens de schorsing van de Bestuurder;
(b) during a period when the Company cannot contact the Director (including as a result of illness) and such period of time lasted longer than five consecutive days or a different	(b) während eines Zeitraums, in dem die Gesellschaft das Verwaltungsratsmitglied nicht kontaktieren kann (auch aufgrund von Krankheit) wenn	(b) tijdens een periode waarin de Vennootschap geen contact met de Bestuurder kan leggen (waaronder in het geval van ziekte) en die periode langer duurde dan vijf opeenvolgende

36

amount of time as determined by the Board due to specific circumstances; or	dieser Zeitraum länger als fünf aufeinanderfolgende Tage oder einen anderen Zeitraum, der vom Verwaltungsrat aufgrund besonderer Umstände festgelegt wurde, andauert; oder	dagen of een door het Bestuur bepaalde, vanwege specifieke omstandigheden, afwijkende periode; of
(c) during the period of time in which the Director has informed the Board that the Director will be temporarily unable to perform his duties due to personal circumstances.	(c) während des Zeitraums, in dem das Verwaltungsratsmitglied den Verwaltungsrat darüber informiert hat, dass es aufgrund persönlicher Umstände vorübergehend nicht in der Lage sein wird, sein Amt auszuüben.	(c) tijdens een periode waarin de Bestuurder het Bestuur heeft geïnformeerd dat de Bestuurder om persoonlijke redenen tijdelijk niet in staat is zijn taken te verrichten.
8.5 Remuneration	8.5 Vergütung	8.5 Bezoldiging
8.5.1 The Company has a policy in respect of the remuneration of the Executive Directors and the Non-Executive Directors. This combined policy is, or these policies are, proposed by the Board for adoption by the General Meeting. The General Meeting adopts the policy by an absolute majority of the votes cast.	8.5.1 Die Gesellschaft hat eine Richtlinie für die Vergütung der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder und der Nicht-Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder erlassen. Diese kombinierte Richtlinie bzw. Richtlinien wird bzw. werden vom Verwaltungsrat zur Annahme durch die Hauptversammlung vorgeschlagen. Die Hauptversammlung nimmt die Richtlinie	8.5.1 De Vennootschap heeft een beleid met betrekking tot de bezoldiging van de Uitvoerende Bestuurders en de Niet-Uitvoerende Bestuurders. Het beleid, al dan niet gecombineerd voor Uitvoerende Bestuurders en Niet-Uitvoerende Bestuurders, wordt op voorstel van het Bestuur vastgesteld door de Algemene Vergadering bij een volstrekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen.

37

8.5.2	Without prejudice to section 2:135a(4) BW, the remuneration and other terms of service for the Executive Directors is determined by the Board with due observance of the remuneration policy adopted by the General Meeting. The Executive Directors shall not participate in the deliberations and decision-making process of the Board in determining the remuneration and other terms of service for the Executive Directors.	8.5.2	mit der absoluten Mehrheit der abgegebenen Stimmen an. Unbeschadet des Art. 2:135a(4) BW werden die Vergütung und die sonstigen Vertragsbedingungen der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder vom Verwaltungsrat unter Berücksichtigung der von der Hauptversammlung angenommenen Vergütungsrichtlinien festgelegt. Die Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder nehmen nicht an den Beratungen und dem Entscheidungsprozess des Verwaltungsrats bei der Festlegung der Vergütung und der sonstigen Bedingungen der Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder teil.	8.5.2	Onverminderd artikel 2:135a(4) BW wordt de bezoldiging en de andere voorwaarden van de overeenkomst van opdracht van de Uitvoerende Bestuurders vastgesteld door het Bestuur met inachtneming van het door de Algemene Vergadering vastgestelde bezoldigingsbeleid. De Uitvoerende Bestuurders nemen niet deel aan de beraadslaging en besluitvorming van het Bestuur omtrent het vaststellen van de bezoldiging en de overige voorwaarden van de Uitvoerende Bestuurders.
8.5.3	Without prejudice to section 2:135a(4) BW, the remuneration of the Non-Executive Directors is determined by the General Meeting with due observance of the remuneration policy adopted by the General Meeting.	8.5.3	Unbeschadet des Art. 2:135a(4) BW wird die Vergütung der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder von der Hauptversammlung unter Berücksichtigung der von der Hauptversammlung angenommenen Vergütungsrichtlinie festgelegt.	8.5.3	Onverminderd artikel 2:135a(4) BW, wordt de bezoldiging van de Niet-Uitvoerende Bestuurders vastgesteld door de Algemene Vergadering met inachtneming van het door de Algemene Vergadering vastgestelde bezoldigingsbeleid.
8.5.4	The Board shall submit a proposal for	8.5.4	Der Verwaltungsrat legt der	8.5.4	Het Bestuur legt een voorstel ten aanzien van

38

arrangements in the form of Shares or rights to subscribe for Shares to the General Meeting for its approval. The proposal shall in any event state the permitted number of Shares or rights to subscribe for Shares to be allocated to the Board, as well as the applicable criteria for granting or amending such rights. If the General Meeting's approval is lacking, the Board's authority to represent the Company will not be affected.	Hauptversammlung einen Vorschlag für Regelungen in Form von Aktien oder Rechten zur Zeichnung von Aktien zur Genehmigung vor. Der Vorschlag muss in jedem Fall die zulässige Anzahl von Aktien oder Rechten zur Zeichnung von Aktien, die dem Verwaltungsrat zugeleitet werden sollen, sowie die geltenden Kriterien für die Gewährung oder Änderung solcher Rechte enthalten. Fehlt die Zustimmung der Hauptversammlung, so wird die Vertretungsbefugnis des Verwaltungsrats hiervon nicht berührt.	regelingen in de vorm van Aandelen of rechten tot het nemen van Aandelen ter goedkeuring voor aan de Algemene Vergadering. In het voorstel moet ten minste zijn bepaald hoeveel Aandelen of rechten tot het nemen van Aandelen aan het Bestuur mogen worden toegekend en welke criteria gelden voor toekenning of wijziging van dergelijke rechten. Het ontbreken van de goedkeuring van de Algemene Vergadering tast de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het Bestuur niet aan.
8.6 Internal organisation and adoption of resolutions	8.6 Interne Organisation und Beschlussfassung	8.6 Interne organisatie en besluitvorming
8.6.1 Each Director has one vote. Blank votes, invalid votes and abstentions from voting shall count as votes not cast. In a tied vote, the proposal is rejected, except in case that (i) the Founder is a Director, (ii) he is not considered unable to act in accordance with article 8.4.1 or 8.4.2 and (iii) is entitled to vote on the proposal concerned, in such case, the Founder as a Director has a casting vote in a tied vote.	8.6.1 Jedes Verwaltungsratsmitglied hat eine Stimme. Leerstimmen, ungültige Stimmen und Stimmenthaltungen gelten als nicht abgegebene Stimmen. Bei Stimmgleichheit ist der Vorschlag abgelehnt, es sei denn, dass (i) der Gründer ein Verwaltungsratsmitglied ist, (ii) er nicht als verhindert im Sinne von Ziffer 8.4.1 oder 8.4.2 gilt und (iii) berechtigt ist, über den betreffenden Vorschlag abzustimmen; in diesem Fall	8.6.1 Iedere Bestuurder heeft één stem. Blanco stemmen, ongeldige stemmen en stemonthoudingen worden aangemerkt als niet uitgebracht. Bij staking van stemmen is het voorstel verworpen, behalve in het geval dat (i) de Oprichter een Bestuurder is, (ii) hij niet geacht wordt verhinderd te zijn als bedoeld in artikel 8.4.1 of 8.4.2 en (iii) hij stemgerechtigd is ten aanzien van het betreffende voorstel, in dat geval heeft de Oprichter als Bestuurder een

39

	hat der Gründer als Verwaltungsratsmitglied die ausschlaggebende Stimme.	als bei der Stimmgleichheit	doerslaggevende stem bij een staking van stemmen.
8.6.2 A Director may only be represented at a meeting of the Board by another Director who is entitled to vote and has been authorised in writing.	8.6.2 Ein Verwaltungsratsmitglied kann sich in einer Sitzung des Verwaltungsrats nur durch ein anderes stimmberechtigtes und schriftlich bevollmächtigtes Verwaltungsratsmitglied vertreten lassen.	8.6.2	8.6.2 Een Bestuurder kan zich in een vergadering alleen laten vertegenwoordigen door een andere schriftelijk gevolmachtigde stemgerechtigde Bestuurder.
8.6.3 The Board may determine that resolutions require the consenting vote of a majority of the Non-Executive Directors entitled to vote. Such resolutions must be clearly specified and laid down in writing.	8.6.3 Der Verwaltungsrat kann festlegen, dass Beschlüsse die Zustimmung der Mehrheit der stimmberechtigten Nicht-Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder erfordern. Solche Beschlüsse müssen eindeutig festgelegt und schriftlich festgehalten werden.	8.6.3	8.6.3 Het Bestuur kan bepalen dat besluiten de goedkeurende stem van een meerderheid van de stemgerechtigde Niet-Uitvoerende Bestuurders vereist. Die besluiten moeten duidelijk worden gespecificeerd en schriftelijk worden vastgesteld.
8.6.4 If a Director has a direct or indirect personal conflict of interest with the Company and its business, he may not participate in the Board's deliberations and decision-making on that matter.	8.6.4 Befindet sich ein Verwaltungsratsmitglied in einem direkten oder indirekten persönlichen Interessenkonflikt mit der Gesellschaft und ihrer Geschäftstätigkeit, darf es an den Beratungen und Entscheidungen des Verwaltungsrats in dieser Angelegenheit nicht teilnehmen.	8.6.4	8.6.4 Een Bestuurder neemt niet deel aan de beraadslaging en besluitvorming van het Bestuur met betrekking tot een onderwerp als hij daarbij een direct of indirect persoonlijk belang heeft dat tegenstrijdig is met het belang van de Vennootschap en de met haar verbonden onderneming.
8.6.5 If no resolution of the Board can be	8.6.5 Kann ein Beschluss des	8.6.5	8.6.5 Als geen besluit van het Bestuur kan worden

40

adopted as a result of article 8.6.4 being applicable to all Directors entitled to vote, the resolution may nevertheless be adopted by the Board and article 8.6.4 does not apply.	Verwaltungsrats nicht gefasst werden, weil Ziffer 8.6.4 für alle stimmberechtigten Verwaltungsratsmitglieder gilt, kann der Beschluss dennoch vom Verwaltungsrat gefasst werden und Ziffer 8.6.4 findet keine Anwendung.	genomen doordat artikel 8.6.4 van toepassing is op alle stemgerechtigde Bestuurders, kan het besluit toch worden genomen door het Bestuur. Artikel 8.6.4 is dan niet van toepassing.
8.6.6 The approval of the General Meeting is required for resolutions of the Board regarding an important change in the identity or character of the Company or its business, including in any event: (a) the transfer of the business enterprise, or practically the entire business enterprise, to a third party; (b) concluding or cancelling a long-lasting cooperation of the Company or a Subsidiary with another legal person or company or as a fully liable general partner in a partnership, provided that the cooperation or cancellation is of material significance to the Company; and (c) acquiring or disposing of a	8.6.6 Die Genehmigung der Hauptversammlung ist erforderlich für Beschlüsse des Verwaltungsrats, die eine wesentliche Änderung der Identität oder des Charakters der Gesellschaft oder ihrer Geschäftstätigkeit betreffen, einschließlich aller Fälle: (a) die Übertragung des Unternehmens oder praktisch des gesamten Unternehmens auf einen Dritten; (b) Abschluss oder Kündigung einer langfristigen Zusammenarbeit der Gesellschaft oder einer Tochtergesellschaft mit einer anderen juristischen Person oder einem Unternehmen oder als unbeschränkt haftende	8.6.6 De goedkeuring van de Algemene Vergadering is vereist voor besluiten van het Bestuur omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de Vennootschap of de onderneming, waaronder in ieder geval: (a) overdracht van de onderneming of vrijwel de gehele onderneming aan een derde; (b) het aangaan of verbreken van duurzame samenwerking van de Vennootschap of een Dochtermaatschappij met een andere rechtspersoon of vennootschap dan wel als volledig aansprakelijke vennoot in een personenvennootschap, als deze samenwerking of verbreking van ingrijpende betekenis is voor de

41

participating interest in the share capital of a company with a value of at least one-third of the Company's assets, as shown in the consolidated balance sheet with explanatory notes according to the last adopted Annual Accounts, by the Company or a Subsidiary.	Gesellschafterin einer Personengesellschaft, sofern die Zusammenarbeit oder Kündigung für die Gesellschaft von wesentlicher Bedeutung ist; und (c) Erwerb oder Veräußerung einer Beteiligung am Gesellschaftskapital eines Unternehmens im Wert von mindestens einem Drittel der Aktiva der Gesellschaft, wie sie in der konsolidierten Bilanz mit Erläuterungen gemäß des letzten festgestellten Jahresabschlusses ausgewiesen sind, durch die Gesellschaft oder eine Tochtergesellschaft. Von der fehlenden Genehmigung der Hauptversammlung wird die Befugnis des Verwaltungsrats oder seiner Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder, die Gesellschaft zu vertreten, nicht berührt.	(c) Vennootschap; en het nemen of afstoten van een deelneming in het kapitaal van een vennootschap ter waarde van ten minste een derde van de activa van de Vennootschap, zoals blijkt uit de geconsolideerde balans met toelichting volgens de laatste vastgestelde Jaarrekening, door de Vennootschap of een Dochtermaatschappij. Het ontbreken van de goedkeuring van de Algemene Vergadering last de bevoegdheid van het Bestuur of haar Uitvoerende Bestuurders om de Vennootschap te vertegenwoordigen niet aan.
8.6.7 A written confirmation of one or more	8.6.7 Eine schriftliche Bestätigung eines oder	8.6.7 Als bewijs van een of meer besluiten door het

42

resolutions adopted by the Board in a meeting, which is signed by the chairperson of the relevant meeting is deemed to be evidence of those resolutions.	mehrerer vom Verwaltungsrat in einer Versammlung gefassten Beschlüsse, die vom Vorsitzenden der betreffenden Versammlung unterzeichnet ist, gilt als Nachweis für diese Beschlüsse.	Bestuur in vergadering genomen, geldt een door de voorzitter van die vergadering ondertekende schriftelijke bevestiging.
8.7 Representation	8.7 Vertretung	8.7 Vertegenwoordiging
8.7.1 The Board as well as each Executive Director acting individually may represent the Company.	8.7.1 Der Verwaltungsrat sowie jedes Geschäftsführende Verwaltungsratsmitglied kann die Gesellschaft einzeln vertreten.	8.7.1 Het Bestuur alsmede iedere Uitvoerende Bestuurder afzonderlijk kan de Vennootschap vertegenwoordigen.
8.7.2 The Company may grant a power of attorney to one or more persons who may or may not be employed by the Company or a Group Company or grant a continuing power of representation in any other way.	8.7.2 Die Gesellschaft kann einer oder mehreren Personen, die bei der Gesellschaft oder einer Konzerngesellschaft angestellt sein können oder auch nicht angestellt sind, eine Vollmacht erteilen oder auf andere Weise eine fortlaufende Vertretungsbefugnis erteilen.	8.7.2 De Vennootschap kan aan één of meer personen, al dan niet in dienst van de Vennootschap of een Groepsmaatschappij, een procuratie of op een andere wijze doorlopende vertegenwoordigingsbevoegdheid toekennen.
8.8 Indemnity	8.8 Freistellung	8.8 Vrijwaring
8.8.1 Unless Dutch law provides otherwise, current and former Directors and such other current or former officers of the Company or its Group Companies as designated by the Board, are indemnified, held harmless and reimbursed by the Company for:	8.8.1 Sofern das niederländische Recht nichts anderes vorsieht, werden derzeitige und frühere Verwaltungsratsmitglieder und andere derzeitige oder frühere Führungskräfte der Gesellschaft oder ihrer Konzerngesellschaften, die vom Verwaltungsrat bestimmt werden, von der Gesellschaft freigestellt von und	8.8.1 Voor zover uit de Nederlandse wet niet anders voortvloeit, worden huidige en voormalige Bestuurders en andere huidige of voormalige functionarissen van de Vennootschap of haar Groepsmaatschappijen zoals aangewezen door het Bestuur gevrijwaard van schadeclaims gesteld en worden aan hen vergoed door de

43

(a) the reasonable costs of conducting a defence against claims resulting from an act or omission in performing their duties or in performing other duties the Company has asked them to fulfil; (b) any costs, financial losses, damages, compensation or financial penalties they owe in connection with an act or omission as referred to in article 8.8.1(a); (c) any amounts they owe under settlements they have reasonably entered into in connection with an act or omission as referred to in article 8.8.1(a); (d) the reasonable costs of other proceedings in which they are involved as a current or former Director, except for proceedings in which they are primarily asserting their own claims; and (e) tax damage due to	schadlos gehalten und entschädigt für: (a) die angemessenen Kosten für die Abwehr von Ansprüchen, die sich aus einer Handlung oder Unterlassung in Ausübung ihres Amtes oder in Erfüllung anderer Aufgaben ergeben, mit denen die Gesellschaft sie beauftragt hat; (b) alle Kosten, finanziellen Verluste, Schäden, Entschädigungen oder Geldstrafen, die sie im Zusammenhang mit einer Handlung oder Unterlassung gemäß Ziffer 8.8.1(a) schulden; (c) alle Beträge, die sie aufgrund von Vergleichten schulden, die sie im Zusammenhang mit einer Handlung oder Unterlassung gemäß Ziffer 8.8.1(a) vernünftigerweise geschlossen haben; (d) die angemessenen Kosten anderer Verfahren, an denen	Vennootschap: (a) de redelijke kosten van het voeren van verdediging tegen aanspraken ten gevolge van een handelen of nalaten in de uitoefening van hun functie of van een andere functie die zij op verzoek van de Vennootschap vervullen of hebben vervuld; (b) eventuele kosten, financiële verliezen, schade, schadevergoedingen of boetes die zij verschuldigd zijn in verband met een handelen of nalaten als bedoeld in artikel 8.8.1(a); (c) bedragen die zij verschuldigd zijn uit schikkingen die zij in redelijkheid zijn aangegaan in verband met een handelen of nalaten als bedoeld in artikel 8.8.1(a); (d) de redelijke kosten voor het optreden in andere procedures waarin zij als (voormalig) Bestuurder zijn betrokken, behalve procedures waarin zij hoofdzakelijk een eigen vordering geldend maken; en (e) belastingsschade vanwege
--	---	--

44

reimbursements in accordance with this article 8.8.1. 8.8.2 An indemnified person is not entitled to the indemnification and reimbursement as referred to in article 8.8.1 insofar as: (a) it has been established in a final and non-appealable decision of the competent court or, in the event of arbitration, of an arbitrator, that the act or omission of the indemnified person can be described as deliberate (opzettelijk), wilfully reckless (bewust roekeloos) or seriously culpable (ernstig verwijtbaar). In that case, the indemnified person must immediately repay the sums	sie als derzeitiges oder ehemaliges Verwaltungsratsmitglied beteiligt sind, mit Ausnahme von Verfahren, in denen sie in erster Linie ihre eigenen Ansprüche geltend machen; und (e) Steuerschäden aufgrund von Erstattungen nach dieser Ziffer 8.8.1. 8.8.2 Eine freigestellte Person hat keinen Anspruch auf Freistellung oder Entschädigung gemäß Ziffer 8.8.1 soweit: (a) in einer rechtskräftigen Entscheidung des zuständigen Gerichts oder, im Falle eines Schiedsverfahrens, eines Schiedsrichters festgestellt wurde, dass die Handlung oder Unterlassung der freigestellten Person als vorsätzlich (opzettelijk), bewusst fahrlässig (bewust roekeloos) oder erheblich schuldhaft (ernstig	vergoedingen in overeenstemming met dit artikel 8.8.1. 8.8.2 Een gevrijwaard persoon heeft geen aanspraak op de in artikel 8.8.1 bedoelde vrijwaring en vergoeding voor zover: (a) door de bevoegde rechter of, in het geval van arbitrage, door een arbiter, bij kracht van gewijsde is vastgesteld dat het handelen of nalaten van de gevrijwaarde persoon kan worden gekenschetst als opzettelijk, bewust roekeloos of ernstig verwijtbaar. In dat geval moet de gevrijwaarde persoon de door de Vennootschap voorgeschoten of vergoede bedragen meteen terugbetalen, tenzij uit de Nederlandse wet anders voortvloeit of
--	---	---

45

8.8.4	The indemnified person shall comply with the Company's instructions regarding the defence strategy and coordinate the defence strategy with the Company beforehand to the extent this relates to a third party claim. The indemnified person requires the Company's prior written consent for: (i) acknowledging personal liability, (ii) deciding not to put up a defence and (iii) entering into a settlement.	8.8.4	Die freigestellte Person hat die Weisungen der Gesellschaft bezüglich der Verteidigungsstrategie zu befolgen und die Verteidigungsstrategie vorher mit der Gesellschaft abzustimmen, soweit es sich um Ansprüche Dritter handelt. Die freigestellte Person benötigt die vorherige schriftliche Zustimmung der Gesellschaft für: (i) die Anerkennung der persönlichen Haftung, (ii) den Verzicht auf eine Verteidigung und (iii) den Abschluss eines Vergleichs.	8.8.4	De gevrijwaarde persoon zal de instructies van de Vennootschap volgen met betrekking tot de wijze van verdediging op en stemt de wijze van verdediging van tevoren met de Vennootschap af voor zover dit betrekking heeft op een vordering van een derde. De gevrijwaarde persoon heeft voorafgaande schriftelijke toestemming van de Vennootschap nodig voor: (i) de erkenning van persoonlijke aansprakelijkheid, (ii) het afzien van verweer en (iii) het aangaan van een schikking.
8.8.5	The Company shall take out liability insurance for the benefit of the indemnified persons.	8.8.5	Die Gesellschaft schließt zugunsten der freigestellten Personen eine Haftpflichtversicherung ab.	8.8.5	De Vennootschap zal ten behoeve van de gevrijwaarde personen verzekeringen tegen aansprakelijkheid afsluiten.
8.8.6	The Board may stipulate additional terms, conditions and restrictions in relation to the indemnification referred to in this article 8.8, by agreement or otherwise.	8.8.6	Der Verwaltungsrat kann durch Vereinbarung oder auf andere Weise zusätzliche Bestimmungen, Bedingungen und Einschränkungen in Bezug auf die in dieser Ziffer 8.8 genannte Freistellung festlegen.	8.8.6	Het Bestuur mag, al dan niet bij overeenkomst, aanvullende voorwaarden, bepalingen en beperkingen stellen met betrekking tot de in dit artikel 8.8 bedoelde vrijwaring.
8.8.7	This article 8.8 may be amended without the consent of the indemnified persons, but the indemnity granted in this article 8.8 will remain in force for claims for the reimbursement of costs and other payments as referred to in this article 8.8	8.8.7	Diese Ziffer 8.8 kann ohne Zustimmung der freigestellten Personen geändert werden, jedoch bleibt die in dieser Ziffer 8.8 gewährte Freistellung für Ansprüche auf Erstattung von Kosten und anderen Zahlungen im Sinne dieser Ziffer 8.8 in Kraft.	8.8.7	Dit artikel 8.8 kan worden gewijzigd zonder de instemming van de gevrijwaarde personen, maar de in dit artikel 8.8 verleende vrijwaring blijft gelden voor de in dit artikel 8.8 genoemde aanspraken op vergoeding voor kosten en andere betalingen als die zijn ontstaan uit een

48

	that resulted from an act or omission by the indemnified person in the period when the indemnity was in effect.		Kraft, die sich aus einer Handlung oder Unterlassung der freigestellten Person während des Zeitraums ergeben, in dem die Freistellung in Kraft war.		handelen of nalaten van de gevrijwaarde persoon in de periode waarin de vrijwaring van kracht was.
9	GENERAL MEETING	9	HAUPTVERSAMMLUNG	9	ALGEMENE VERGADERING
9.1	Powers of the General Meeting	9.1	Befugnisse der Hauptversammlung	9.1	Bevoegdheden van de Algemene Vergadering
9.1.1	Within the limits set by the law and these articles of association, the General Meeting has all the powers that have not been conferred upon the Board or others.	9.1.1	Innerhalb der durch das Gesetz und diese Satzung gesetzten Grenzen verfügt die Hauptversammlung über sämtliche Befugnisse, die nicht dem Verwaltungsrat oder anderen Personen übertragen wurden.	9.1.1	Alle bevoegdheden, die niet aan het Bestuur of aan anderen zijn toegekend, behoren aan de Algemene Vergadering, binnen de door de wet en deze statuten gestelde grenzen.
9.1.2	The Board shall provide the General Meeting with all desired information, unless this would be contrary to an overriding interest of the Company.	9.1.2	Der Verwaltungsrat erteilt der Hauptversammlung alle gewünschten Auskünfte, soweit nicht ein überwiegendes Interesse der Gesellschaft entgegensteht.	9.1.2	Het Bestuur verschaft de Algemene Vergadering alle verlangde informatie, tenzij dit in strijd zou zijn met een zwaarder wegend belang van de Vennootschap.
9.2	Convening the General Meeting	9.2	Einberufung der Hauptversammlung	9.2	Oproeping van de Algemene Vergadering
9.2.1	General Meetings are convened by the Board.	9.2.1	Hauptversammlungen werden vom Verwaltungsrat einberufen.	9.2.1	Algemene Vergaderingen worden bijeengeroepen door het Bestuur.
9.2.2	Each year, the Board shall convene at least one General Meeting within six months after the end of the Company's financial year.	9.2.2	Der Verwaltungsrat beruft jedes Jahr mindestens eine Hauptversammlung innerhalb von sechs Monaten nach Abschluss des Geschäftsjahres der Gesellschaft ein.	9.2.2	Het Bestuur roept jaarlijks ten minste één Algemene Vergadering bijeen binnen zes maanden na afloop van het boekjaar van de Vennootschap.
9.2.3	One or more Persons with Meeting Rights	9.2.3	Eine oder mehrere Personen mit	9.2.3	Eén of meer Vergadergerechtigden die alleen

49

individually or jointly representing at least the percentage of the issued share capital as required by law, may request the Board in writing to convene a General Meeting. The request must clearly state the items to be discussed. If the Board fails to take the measures necessary to allow the General Meeting to be held within the statutory term after the request, the requesting person or persons may, upon their application, be authorised by a court in preliminary relief proceedings to convene a General Meeting. Requests as referred to in this article 9.2.3 may be submitted electronically. The Board may attach conditions to requests as referred to in the preceding sentence, which conditions shall then be published on the Company's website.	Teilnahmerecht, die einzeln oder gemeinsam mindestens den gesetzlich vorgeschriebenen Prozentsatz des ausgegebenen Grundkapitals vertreten, können vom Verwaltungsrat schriftlich die Einberufung einer Hauptversammlung verlangen. In dem Antrag müssen die zu behandelnden Tagesordnungspunkte eindeutig angegeben werden. Ergreift der Verwaltungsrat nicht die erforderlichen Maßnahmen, damit die Hauptversammlung innerhalb der gesetzlichen Frist nach dem Antrag abgehalten werden kann, so kann die antragstellende Person bzw. können die antragstellenden Personen auf ihren Antrag hin von einem Gericht im Rahmen eines vorläufigen Rechtsschutzverfahrens zur Einberufung einer Hauptversammlung ermächtigt werden. Die in dieser Ziffer 9.2.3 erwähnten Anträge können auf elektronischem Wege gestellt werden. Der Verwaltungsrat kann die im vorstehenden Satz genannten Anträge	of gezamenlijk ten minste het percentage van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen als wettelijk vereist, kunnen schriftelijk onder nauwkeurige opgave van de onderwerpen, het Bestuur verzoeken een Algemene Vergadering bijeen te roepen. Als het Bestuur niet de nodige maatregelen heeft getroffen opdat de Algemene Vergadering binnen de wettelijke termijn na het verzoek gehouden kan worden, kunnen de verzoekende Vergadergerechtigde(n) op zijn/hun verzoek door de voorzieningenrechter van de rechtbank worden gemachtigd tot bijeenroeping van een Algemene Vergadering. Verzoeken zoals bedoeld in dit artikel 9.2.3 kunnen langs elektronische weg ingediend worden. Het Bestuur kan voorwaarden verbinden aan verzoeken zoals bedoeld in de vorige zin, welke voorwaarden dan op de website van de Vennootschap worden geplaatst
---	---	---

50

	mit Bedingungen verknüpfen, die dann auf der Homepage der Gesellschaft veröffentlicht werden.	
9.2.4 Persons with Meeting Rights are convened to a General Meeting with due observance of a notice period of at least such number of days prior to the day of the General Meeting as required by law and in accordance with the law and the regulations of any stock exchange where Shares are quoted on the official list.	9.2.4 Personen mit Teilnahmerecht werden zu einer Hauptversammlung einberufen gemäß den gesetzlichen Vorschriften und den Vorschriften jeder Börse, an der die Aktien notiert sind und unter Einhaltung einer Frist von mindestens so vielen Tagen vor dem Tag der Hauptversammlung, wie es das Gesetz vorschreibt.	9.2.4 Vergadergerechtigden worden opgeroepen tot een Algemene Vergadering met inachtneming van een oproepingstermijn van ten minste een zodanig aantal dagen voorafgaand aan de dag van de Algemene Vergadering zoals de wet vereist en in overeenstemming met de wet en de regelgeving van elke beurs waar de Aandelen zijn genoteerd.
9.2.5 The notice convening a General Meeting is issued by an announcement, which is published electronically which is directly and permanently available until the time of the General Meeting.	9.2.5 Die Einberufung einer Hauptversammlung erfolgt durch Bekanntmachung, die elektronisch veröffentlicht wird und bis zum Zeitpunkt der Hauptversammlung unmittelbar und dauerhaft zugänglich ist.	9.2.5 De oproeping van een Algemene Vergadering vindt plaats door een aankondiging, die langs elektronische weg openbaar is gemaakt en die tot aan de Algemene Vergadering rechtstreeks en permanent toegankelijk is.
9.2.6 The Board may decide that the notice to a Person with Meeting Rights who agrees to an electronic notification, is replaced by a legible and reproducible message sent by electronic mail to the address indicated by him to the Company for such purpose.	9.2.6 Der Verwaltungsrat kann beschließen, dass die Mitteilung an eine Person mit Teilnahmerecht, die einer elektronischen Benachrichtigung zustimmt, durch eine lesbare und reproduzierbare Nachricht ersetzt wird, die per E-Mail an die der Gesellschaft zu diesem Zweck angegebenen Adresse geschickt wird.	9.2.6 Het Bestuur kan bepalen dat de oproeping van een Vergadergerechtigde na diens instemming met elektronische oproeping, wordt vervangen door een per e-mail toegezonden leesbaar en reproduceerbaar bericht aan het adres dat die Vergadergerechtigde daartoe aan de Vennootschap heeft opgegeven.

51

9.3 Location and agenda of the General Meeting	9.3	Ort und Tagesordnung der Hauptversammlung	9.3 Plaats en oproeping van de Algemene Vergadering
9.3.1 General Meetings are to be held in the municipality where the Company has its seat or in Utrecht, the municipality of Haarlemmermeer (Schiphol Airport), Rotterdam, Eelde or Eindhoven.	9.3.1	Die Hauptversammlungen werden in der Gemeinde, in der die Gesellschaft ihren Sitz hat, oder in Utrecht, in der Gemeinde Haarlemmermeer (Flughafen Schiphol), in Rotterdam, Eelde oder Eindhoven abgehalten.	9.3.1 De Algemene Vergaderingen kunnen worden gehouden in de gemeente waar de Vennootschap haar zetel heeft of in Utrecht, de gemeente Haarlemmermeer (Luchthaven Schiphol), Rotterdam, Eelde of Eindhoven.
9.3.2 The Board determines the agenda of the General Meeting.	9.3.2	Der Verwaltungsrat legt die Tagesordnung der Hauptversammlung fest.	9.3.2 Het Bestuur bepaalt de agenda van de Algemene Vergadering.
9.3.3 Items requested to be discussed by one or more Persons with Meeting Rights in writing, individually or jointly representing at least the percentage of the issued share capital as required by law, shall be included in the notice convening the General Meeting or announced in the same manner if the Company has received the substantiated request by no later than on the day prescribed by law. Requests as referred to in the previous sentence may be submitted electronically. The Board may attach conditions to requests as referred to in the preceding sentence, which conditions will then be published on the Company's website.	9.3.3	Tagesordnungspunkte, deren Erörterung von einer oder mehreren Personen mit Teilnahmerecht, die einzeln oder gemeinsam mindestens den gesetzlich vorgeschriebenen Prozentsatz des Grundkapitals vertreten, schriftlich verlangt wird, sind in die Einberufung zur Hauptversammlung aufzunehmen oder in gleicher Weise bekannt zu machen, wenn der entscheidend begründete Antrag spätestens bis zum gesetzlich vorgeschriebenen Datum bei der Gesellschaft eingegangen ist. Anträge im Sinne des vorstehenden Satzes können auf elektronischem Wege	9.3.3 Een onderwerp waarvan de behandeling schriftelijk is verzocht door één of meer Vergadergerechtigden die alleen of gezamenlijk ten minste het percentage van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen als wettelijk vereist, wordt opgenomen in de oproeping van de Algemene Vergadering of op dezelfde wijze aangekondigd als de Vennootschap het met redenen omklede verzoek niet later dan op de wettelijk voorgeschreven dag heeft ontvangen. Verzoeken zoals bedoeld in de vorige zin mogen langs elektronische weg worden ingediend. Het Bestuur kan voorwaarden verbinden aan verzoeken als bedoeld in de vorige zin, welke voorwaarden dan op de

52

		gestellt werden. Der Verwaltungsrat kann die im vorstehenden Satz genannten Anträge mit Bedingungen verbinden, die dann auf der Homepage der Gesellschaft veröffentlicht werden.	website van de Vennootschap worden geplaatst
9.4 Attending the General Meeting	9.4	Teilnahme an der Hauptversammlung	9.4 Bijwonen van de Algemene Vergadering
9.4.1 In respect of a specific General Meeting, Persons with Meeting Rights or Persons with Voting Rights are: (a) Persons with Meeting Rights and Persons with Voting Rights who, on the Record Date for such specific General Meeting, have those rights; and (b) have been entered as such into a register designated by the Board for this purpose. regardless of who is entitled to the Shares at the time of the relevant General Meeting.	9.4.1	In Bezug auf eine bestimmte Hauptversammlung sind Personen mit Teilnahmerecht oder Personen mit Stimmrecht: (a) Personen mit Teilnahmerecht und Personen mit Stimmrecht, die am Nachweissichtag für diese spezifische Hauptversammlung über diese Rechte verfügen; und (b) die als solche in ein vom Verwaltungsrat zu diesem Zweck bestimmtes Register eingetragen worden sind, unabhängig davon, wer zum Zeitpunkt der betreffenden Hauptversammlung Anspruch auf die Aktien hat.	9.4.1 Ten aanzien van een bepaalde Algemene Vergadering zijn Vergadergerechtigden of Stemgerechtigden de personen die: (a) Vergadergerechtigden en Stemgerechtigden die op de Registratiedatum van de desbetreffende Algemene Vergadering die rechten hebben; en (b) als zodanig zijn ingeschreven in een daartoe door het Bestuur aangewezen register, ongeacht wie ten tijde van de desbetreffende Algemene Vergadering rechthebbende op de Aandelen is.
9.4.2 To exercise the rights referred to in article	9.4.2	Zur Ausübung der in Ziffer 9.4.1	9.4.2 Om de in artikel 9.4.1 bedoelde rechten uit te

53

9.4.1, the Persons with Meeting Rights must inform the Company in writing of their intention to do so no later than on the day set out in the notice convening the General Meeting, and in the manner set out in that notice.	genannten Rechte müssen Personen mit Teilnahmerecht die Gesellschaft spätestens an dem Tag, der in der Einberufung zur Hauptversammlung angegeben ist, und auf die in dieser Einberufung angegebenen Weise schriftlich von ihrer Absicht zur Rechtsausübung in Kenntnis setzen.	oefenen moeten de Vergadergerechtigden de Venootschap schriftelijk in kennis stellen van hun voornemen dit te doen uiterlijk op de dag en op de wijze als vermeld in de oproeping tot de Algemene Vergadering.
9.4.3 Directors are entitled to attend General Meetings in person or by electronic means of communication, and have an advisory vote at General Meetings in that capacity.	9.4.3 Die Mitglieder des Verwaltungsrats sind berechtigt, persönlich oder über elektronische Kommunikationsmittel an den Hauptversammlungen teilzunehmen und haben in dieser Eigenschaft eine beratende Stimme bei den Hauptversammlungen.	9.4.3 Bestuurders zijn bevoegd de Algemene Vergaderingen in persoon of door middel van een elektronisch communicatiemiddel bij te wonen, en hebben als zodanig in de Algemene Vergaderingen een raadgevende stem.
9.4.4 The Board may decide that each Person with Meeting Rights may take direct note of the proceedings of the meeting by means of electronic means of communication.	9.4.4 Der Verwaltungsrat kann beschließen, dass jede Person mit Teilnahmerecht den Verlauf der Versammlung mittels elektronischer Kommunikationsmittel direkt zur Kenntnis nehmen kann.	9.4.4 Het Bestuur kan besluiten dat iedere Vergadergerechtigde door middel van een elektronisch communicatiemiddel rechtstreeks kennis kan nemen van de Algemene Vergadering.
9.4.5 The chairperson of the General Meeting decides on all matters relating to admission to the General Meeting. The chairperson of the General Meeting may admit third parties to the General Meeting.	9.4.5 Der Vorsitzende der Hauptversammlung entscheidet über alle Fragen der Zulassung zur Hauptversammlung. Der Vorsitzende der Hauptversammlung kann Dritte zur Hauptversammlung zulassen.	9.4.5 De voorzitter van de Algemene Vergadering beslist omtrent alle onderwerpen die samenhangen met toegang tot de Algemene Vergadering. De voorzitter van de Algemene Vergadering mag derden tot de Algemene Vergadering toelaten.

54

9.4.6 The Board may decide that a person, before being admitted to a General Meeting, must identify himself by means of a valid passport or other means of identification and/or should be submitted to such security arrangements as the Company may consider to be appropriate under the given circumstances.	9.4.6 Der Verwaltungsrat kann beschließen, dass eine Person, bevor sie zu einer Hauptversammlung zugelassen wird, sich mit einem gültigen Reisepass oder einem anderen Identifikationsmittel ausweisen muss und/oder sich den Sicherheitsvorkehrungen unterwerfen muss, die die Gesellschaft unter den gegebenen Umständen für angemessen hält.	9.4.6 Het Bestuur kan bepalen dat een persoon zich, alvorens tot de Algemene Vergadering te worden toegelaten, dient te identificeren door middel van een geldig paspoort of ander identificatiemiddel en/of dient te worden onderworpen aan de veiligheidsmaatregelen die de Venootschap in de gegeven omstandigheden passend acht.
9.4.7 In the event that Meeting Rights are or the right to vote in a General Meeting is to be exercised by a proxy authorised in writing, the proxy must have been received by the Company no later than the date determined by the Board as referred to in article 9.4.2. The requirement that a proxy must be in writing is satisfied when the power of attorney is recorded electronically.	9.4.7 Für den Fall, dass die Versammlungsrechte oder das Stimmrecht in einer Hauptversammlung durch einen schriftlich Bevollmächtigten ausgeübt werden sollen, muss die Vollmacht spätestens an dem vom Verwaltungsrat gemäß Ziffer 9.4.2 festgelegten Datum bei der Gesellschaft eingehen. Das Erfordernis der Schriftlichkeit einer Vollmacht ist erfüllt, wenn die Vollmacht elektronisch dokumentiert ist.	9.4.7 Wanneer Vergaderrechten of het stemrecht voor een Algemene Vergadering door een schriftelijk gevolmachtigde worden uitgeoefend, moet de volmacht uiterlijk op de ingevolge artikel 9.4.2 door het Bestuur bepaalde datum door de Venootschap zijn ontvangen. Aan het schriftelijkheidsvereiste van de volmacht is voldaan wanneer de volmacht elektronisch is vastgelegd.
9.5 Attending the General Meeting by electronic means	9.5 Teilnahme an der Hauptversammlung auf elektronischem Weg	9.5 Deelname aan de Algemene Vergadering langs elektronische weg
9.5.1 The Board may resolve that each Person with Meeting Rights, may attend, address	9.5.1 Der Verwaltungsrat kann beschließen, dass jede Person mit Teilnahmerecht	9.5.1 Het Bestuur kan besluiten dat iedere Vergadergerechtigde, in persoon of bij een

55

and, if such Person with Meeting Rights is also a Person with Voting Rights, to vote at the General Meeting in person or by a proxy authorised in writing, by electronic means of communication. To that end, such Person with Meeting Rights must be identifiable, must be directly able to take note of the General Meeting and, if such Person with Meeting Rights is also a Person with Voting Rights, must be able to exercise his voting rights by way of the electronic means of communication. It is not a requirement that the Person with Meeting Rights can take part in the deliberations.	persönlich oder durch einen schriftlich Bevollmächtigten mittels elektronischer Kommunikationsmittel an der Hauptversammlung teilnehmen, sich dort äußern und, sofern die Person mit Teilnahmerecht auch eine Person mit Stimmrecht ist, dort abstimmen kann. Dazu muss die Person mit Teilnahmerecht über das elektronische Kommunikationsmittel identifizierbar sein, unmittelbar von der Hauptversammlung Kenntnis nehmen können und, wenn die Person mit Teilnahmerecht auch eine Person mit Stimmrecht ist, ihr Stimmrecht ausüben können. Es ist nicht erforderlich, dass die Person mit Teilnahmerecht an den Beratungen teilnehmen kann.	schriftlich bevollmächtigte, durch mittel van een elektronisch communicatiemiddel aan de Algemene Vergadering kan deelnemen, daarin het woord kan voeren en, als de Vergaderingrechtigde ook Stemgerechtigd is, het stemrecht kan uitoefenen. Hiervoor is vereist dat de Vergaderingrechtigde via het elektronisch communicatiemiddel kan worden geïdentificeerd, rechtstreeks kan kennisnemen van de Algemene Vergadering en, als de Vergaderingrechtigde ook Stemgerechtigd is, het stemrecht kan uitoefenen. Het is hiervoor niet vereist dat de Vergaderingrechtigde kan deelnemen aan de beraadslaging.
9.5.2 The Board may set conditions for the use of the electronic means of communication, provided that these conditions are reasonable and necessary to be able to identify the Person with Meeting Rights and for the reliability and safety of the communication. These conditions are announced in the notice convening the meeting and are published	9.5.2 Der Verwaltungsrat kann Bedingungen für die Nutzung elektronischer Kommunikationsmittel festlegen, sofern diese Bedingungen angemessen und notwendig sind, um die Identifizierung der Person mit Teilnahmerecht zu ermöglichen und die Zuverlässigkeit und Sicherheit der Kommunikation zu gewährleisten. Diese Bedingungen	9.5.2 Het Bestuur kan voorwaarden verbinden aan het gebruik van het elektronisch communicatiemiddel, mits deze voorwaarden redelijk en noodzakelijk zijn voor de identificatie van de Vergaderingrechtigde en de betrouwbaarheid en veiligheid van de communicatie. Deze voorwaarden worden bij de oproeping van de vergadering bekend gemaakt en op de website van de

56

on the Company's website.	werden in der Einberufung zur Versammlung bekannt gegeben und auf der Homepage der Gesellschaft veröffentlicht.	Vennootschap geplaatst.
9.6 Order of business at the General Meeting	9.6 Ablauf der Hauptversammlung	9.6 Vergaderorde van de Algemene Vergadering
9.6.1 The Senior Independent Director chairs the General Meeting. The Senior Independent Director may charge another person with chairing the General Meeting even if the Senior Independent Director is present at the General Meeting. If the Senior Independent Director is absent and has not charged another person with chairing the General Meeting instead, the Directors present will appoint one of the Non-Executive Directors present at the General Meeting as chairperson of the General Meeting. In the absence of all Non-Executive Directors, the General Meeting is chaired by the Executive Director with the title Chief Executive Officer or, in his absence, another Executive Director appointed by the Directors present. The chairperson of the General Meeting appoints the secretary of the General Meeting.	9.6.1 Das Leitende Unabhängige Verwaltungsratsmitglied führt den Vorsitz der Hauptversammlung. Das Leitende Unabhängige Verwaltungsratsmitglied kann eine andere Person mit dem Vorsitz der Hauptversammlung betrauen, auch wenn das Leitende Unabhängige Verwaltungsratsmitglied bei der Hauptversammlung anwesend ist. Ist das Leitende Unabhängige Verwaltungsratsmitglied abwesend und hat es nicht an seiner Stelle eine andere Person mit dem Vorsitz der Hauptversammlung beauftragt, ernennen die anwesenden Verwaltungsratsmitglieder eines der Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder, die bei der Hauptversammlung anwesend sind, zum Vorsitzenden	9.6.1 De Senior Independent Director zit de Algemene Vergadering voor. De Senior Independent Director kan, ook als hij zelf aanwezig is, een ander met de leiding van de Algemene Vergadering belasten. Als de Senior Independent Director afwezig is en geen ander met de leiding van de Algemene Vergadering belast heeft, benoemen de aanwezige Bestuurders één van de aanwezige Niet-Uitvoerende Bestuurders tot voorzitter van de Algemene Vergadering. Als er geen Niet-Uitvoerende Bestuurders aanwezig zijn, wordt de Algemene Vergadering voorgezeten door de Uitvoerende Bestuurder met de titel Chief Executive Officer, of bij diens afwezigheid, door een Uitvoerende Bestuurder die daartoe door de aanwezige Bestuurders is aangewezen. De voorzitter van de Algemene Vergadering wijst de secretaris van de Algemene Vergadering aan.

57

		Hauptversammlung. In Abwesenheit aller Nicht Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder wird die Hauptversammlung von dem Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglied mit dem Titel Chief Executive Officer oder, in dessen Abwesenheit, von einem anderen Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglied geleitet, das von den anwesenden Verwaltungsratsmitgliedern ernannt wird. Der Vorsitzende der Hauptversammlung ernennt den Protokollführer der Hauptversammlung.	
9.6.2 The chairperson of the General Meeting determines the order of business at the meeting, with due observance of the agenda, and he has the power to limit the time allowed for addressing the meeting or to take other measures to ensure an orderly meeting. All issues relating to the proceedings at or relating to the General Meeting are decided by the chairperson of the General Meeting. The chairperson of the General Meeting may determine that the participants of the General Meeting	9.6.2 Der Vorsitzende der Hauptversammlung bestimmt den Ablauf der Versammlung unter Beachtung der Tagesordnung und ist befugt, die Redezeit zu begrenzen oder andere Maßnahmen zu ergreifen, um den ordnungsgemäßen Ablauf der Versammlung zu gewährleisten. Der Vorsitzende der Hauptversammlung entscheidet über alle Fragen, die den Ablauf der Hauptversammlung betreffen oder mit ihr in Zusammenhang stehen. Der Vorsitzende der Hauptversammlung	9.6.2 De voorzitter van de Algemene Vergadering stelt de vergaderorde vast, met inachtneming van de agenda, en is bevoegd de spreektijd te beperken of andere maatregelen te nemen om een ordelijk verloop van de vergadering te waarborgen. Alle kwesties die verband houden met de gang van zaken in of rondom de Algemene Vergadering worden beslist door de voorzitter van de Algemene Vergadering. De voorzitter van de Algemene Vergadering kan beslissen dat deelnemers aan de Algemene Vergadering	gezonderds- of

58

must comply with health and safety measures.		kann anordnen, dass die Teilnehmer der Hauptversammlung Gesundheits- und Sicherheitsmaßnahmen einhalten müssen.	veiligheidsmaatregelen in acht moeten nemen.
9.6.3 The chairperson of the General Meeting determines the manner of voting. The opinion of the chairperson of the General Meeting on the outcome of a vote at the General Meeting is decisive. The same shall apply to the contents of any resolution past.	9.6.3 Der Vorsitzende der Hauptversammlung bestimmt die Art und Weise der Abstimmung. Bezüglich des Ergebnisses einer Abstimmung in der Hauptversammlung ist die Auffassung des Vorsitzenden der Hauptversammlung maßgeblich. Das Gleiche gilt für den Inhalt eines gefassten Beschlusses.	9.6.3 De voorzitter van de Algemene Vergadering bepaalt de wijze van stemming. Het oordeel van de voorzitter van de Algemene Vergadering omtrent de uitkomst van een stemming in de Algemene Vergadering is beslissend. Hetzelfde geldt voor de inhoud van elk besluit dat wordt aangenomen.	
9.6.4 The chairperson of the General Meeting decides on all disputes relating to the voting that are not provided for by law or these articles of association.	9.6.4 Der Vorsitzende der Hauptversammlung entscheidet über alle Streitigkeiten im Zusammenhang mit der Abstimmung, die nicht durch Gesetz oder diese Satzung geregelt sind.	9.6.4 De voorzitter van de Algemene Vergadering beslist over alle geschillen met betrekking tot de stemmingen waarvoor bij de wet of deze statuten niet is voorzien.	
9.6.5 The General Meeting will be conducted in the English language. The General Meeting may be conducted in a language other than the English language if so determined by the chairperson of the General Meeting.	9.6.5 Die Hauptversammlung wird in englischer Sprache abgehalten. Die Hauptversammlung kann in einer anderen als der englischen Sprache abgehalten werden, wenn der Vorsitzende der Hauptversammlung dies bestimmt.	9.6.5 De Algemene Vergadering wordt gevoerd in de Engelse taal. De Algemene Vergadering kan in een andere taal dan de Engelse taal worden gevoerd als de voorzitter van de Algemene Vergadering dat bepaalt.	
9.7 Adoption of resolutions	9.7 Besluisfassung	9.7 Besluitvorming	
9.7.1 The General Meeting adopts resolutions	9.7.1 Die Hauptversammlung fasst ihre	9.7.1 De Algemene Vergadering neemt besluiten	

59

by an absolute majority of the votes cast, regardless of which part of the issued share capital such votes represent, unless the law or these articles of association provide otherwise. For resolutions to be adopted by an increased majority of the votes cast representing a certain part of the issued share capital pursuant to the law or these articles of association, no second General Meeting as referred to in section 2:120(3) BW can be convened.	Beschlüsse mit der absoluten Mehrheit der abgegebenen Stimmen, unabhängig davon, welcher Teil des ausgegebenen Grundkapitals durch diese Stimmen vertreten wird, es sei denn, nach dem Gesetz oder dieser Satzung ist etwas anderes vorgesehen. Für Beschlüsse, die nach dem Gesetz oder dieser Satzung mit einer höheren Mehrheit der abgegebenen Stimmen, die einen bestimmten Teil des ausgegebenen Grundkapitals vertreten, zu fassen sind, kann keine zweite Hauptversammlung im Sinne von Art. 2:120(3) BW einberufen werden.	met een volstrekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen, ongeacht het ter vergadering vertegenwoordigde aandelenkapitaal, tenzij de wet of deze statuten anders bepalen. Voor besluiten die worden genomen met een verhoogde meerderheid van de uitgebrachte stemmen die een bepaald deel van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen op grond van de wet of deze statuten, kan geen tweede Algemene Vergadering als bedoeld in artikel 2:120(3) BW worden bijeengeroepen.
9.7.2 Each Share confers the right to cast one vote at the General Meeting. Blank votes, abstentions and invalid votes are regarded as votes that have not been cast. No vote may be cast at the General Meeting on a Share held by the Company or any of its Subsidiaries. Usufructuaries or pledgees of Shares belonging to the Company or any of its Subsidiaries are not excluded from voting if the right of usufruct or the right of pledge was created	9.7.2 Jede Aktie berechtigt zur Abgabe einer Stimme in der Hauptversammlung. Leerstimmen, Stimmenthaltungen und ungültige Stimmen werden als nicht abgegebene Stimmen betrachtet. Für eine von der Gesellschaft oder einer ihrer Tochtergesellschaften gehaltenen Aktie kann in der Hauptversammlung keine Stimme abgegeben werden. Nießbraucher oder Pfandgläubiger von Aktien, die der Gesellschaft oder einer ihrer Tochtergesellschaften gehören,	9.7.2 Ieder Aandeel geeft recht op het uitbrengen van één stem in de Algemene Vergadering. Blanco stemmen, onthoudingen en ongeldige stemmen worden als niet uitgebracht aangemerkt. Op een Aandeel dat gehouden wordt door de Vennootschap of enige Dochtermaatschappij daarvan kan in de Algemene Vergadering geen stem worden uitgebracht. Vruchtgebruikers of pandhouders van Aandelen die aan de Vennootschap of een van haar Dochtermaatschappijen toebehoren zijn

60

before such Share was held by the Company or any of its Subsidiaries and the voting rights were granted to the usufructuary or the pledgee when that right of usufruct or right of pledge was created. The Company or a Subsidiary may not cast a vote in respect of a Share on which it holds a right of usufruct or a right of pledge.	sind nicht vom Nießbrauchsrecht, wenn das Nießbrauchsrecht oder das Pfandrecht begründet wurde, bevor diese Aktie von der Gesellschaft oder einer ihrer Tochtergesellschaften gehalten wurde, und die Stimmrechte dem Nießbraucher oder Pfandgläubiger bei Begründung dieses Nießbrauchsrechts oder Pfandrechts gewährt wurden. Die Tochtergesellschaft darf keine Stimme in Bezug auf eine Aktie abgeben, an der sie ein Nießbrauchsrecht oder ein Pfandrecht hält.	niet van het stemrecht uitgesloten als het recht van vruchtgebruik of pandrecht is gevestigd voordat het betreffende Aandeel werd gehouden door de Vennootschap of een van haar Dochtermaatschappijen en het stemrecht bij de vestiging van het recht van vruchtgebruik of het pandrecht aan de vruchtgebruiker of pandhouder is toegekend. De Vennootschap of een Dochtermaatschappij kan geen stem uitbrengen op een Aandeel waarop zij een recht van vruchtgebruik of pandrecht heeft.
9.7.3 For the purpose of determining how many Shareholders may vote and are present or represented, or how much of the capital is present or represented, no account shall be taken of Shares in respect whereof the law stipulates that no votes can be cast for them.	9.7.3 Bei der Feststellung der Zahl der stimmberechtigten, anwesenden oder vertretenen Aktionäre oder des Anteils des anwesenden oder vertretenen Kapitals werden die Aktien, für die nach dem Gesetz keine Stimmen abgegeben werden können, nicht berücksichtigt.	9.7.3 Bij de vaststelling van hoeveel Aandeelhouders aan de stemming kunnen deelnemen en aanwezig of vertegenwoordigd zijn, of hoeveel van het kapitaal aanwezig of vertegenwoordigd is, wordt geen rekening gehouden met Aandelen ten aanzien waarvan de wet bepaalt dat daarop geen stemmen kunnen worden uitgebracht.
9.8 Voting prior to the General Meeting	9.8 Stimmabgabe vor der Hauptversammlung	9.8 Stemmen voorafgaand aan de Algemene Vergadering
9.8.1 The Board may determine that votes cast	9.8.1 Der Verwaltungsrat kann festlegen,	9.8.1 Het Bestuur kan bepalen dat stemmen die

61

prior to the General Meeting by electronic means or by letter are considered to be equivalent to votes cast at the time of the meeting. The Board determines the period during which such votes can be cast. This period cannot start prior to the Record Date.	dass die vor der Hauptversammlung auf elektronischem Wege oder per Brief abgegebenen Stimmen den zum Zeitpunkt der Versammlung abgegebenen Stimmen gleichgestellt sind. Der Verwaltungsrat bestimmt den Zeitraum, in dem solche Stimmen abgegeben werden können. Dieser Zeitraum kann nicht vor dem Nachweistag beginnen.	vorrafgaand aan de Algemene Vergadering langs elektronische weg of per brief zijn uitgebracht worden gelijkgesteld aan stemmen die in de vergadering zijn uitgebracht. Het Bestuur bepaalt de periode waarin deze stemmen kunnen worden uitgebracht. Deze periode kan niet aanvangen vóór de Registratiedatum.
9.8.2 If article 9.8.1 is applied by the Board, the notice convening the General Meeting will state how Persons with Voting Rights may cast their vote prior to the General Meeting.	9.8.2 Wenn Ziffer 9.8.1 angewendet wird, wird in der Einberufung zur Hauptversammlung angegeben, wie die Personen mit Stimmrecht ihre Stimme vor der Hauptversammlung abgeben können.	9.8.2 Als door het Bestuur toepassing is gegeven aan artikel 9.8.1, wordt in de oproeping van de Algemene Vergadering vermeld op welke wijze Stemgerechtigden voorafgaand aan de Algemene Vergadering hun stem kunnen uitbrengen.
9.9 Minutes of the General Meeting	9.9 Protokoll der Hauptversammlung	9.9 Notulen van de Algemene Vergadering
9.9.1 Unless a notarial record is drawn up of the General Meeting, minutes of the General Meeting shall be drawn up by the secretary of the General Meeting. The minutes shall be adopted and signed by the chairperson and the secretary of the General Meeting.	9.9.1 Sofern keine notarielle Niederschrift ber die Hauptversammlung angefertigt wird, wird das Protokoll der Hauptversammlung vom Protokollführer der Hauptversammlung angefertigt. Das Protokoll wird vom Vorsitzenden und vom Protokollführer der Hauptversammlung genehmigt und unterzeichnet.	9.9.1 Tenzij van de Algemene Vergadering een notarieel proces-verbaal wordt opgemaakt, worden notulen van de Algemene Vergadering opgemaakt door de secretaris van de Algemene Vergadering. De notulen worden vastgesteld en ondertekend door de voorzitter en de secretaris van de Algemene Vergadering.
9.9.2 A written statement signed by the	9.9.2 Eine vom Vorsitzenden der	9.9.2 Een door de voorzitter van de Algemene

62

chairperson of the General Meeting confirming that the General Meeting has adopted a particular resolution shall serve as proof of that resolution towards third parties.	Hauptversammlung unterzeichnete schriftliche Erklärung, in der bestätigt wird, dass die Hauptversammlung einen bestimmten Beschluss gefasst hat, dient als Nachweis dieses Beschlusses gegenüber Dritten.	Vergadering ondertekende schriftelijke verklaring dat de Algemene Vergadering een bepaald besluit heeft genomen, geldt als bewijs van dat besluit tegenover derden.
10 FINANCIAL YEAR, ANNUAL REPORTING AND AUDITOR	10 GESCHÄFTSJAHR, JAHRESBERICHT UND ABSCHLUSSPRÜFER	10 BOEKJAAR, JAARSTUKKEN EN ACCOUNTANT
10.1 Financial year and annual reporting	10.1 Geschäftsjahr und Jahresbericht	10.1 Boekjaar en jaarstukken
10.1.1 The Company's financial year coincides with the calendar year.	10.1.1 Das Geschäftsjahr der Gesellschaft entspricht dem Kalenderjahr.	10.1.1 Het boekjaar van de Vennootschap is gelijk aan het kalenderjaar.
10.1.2 Annually, within the term determined by the law, the Board shall prepare the Annual Accounts. The auditor's statement as referred to in article 10.2.3, will be added to the Annual Accounts as will the Management Report and the additional information referred to in section 2:392(1) BW to the extent that this information is required.	10.1.2 Der Verwaltungsrat erstellt jedes Jahr innerhalb der gesetzlich festgelegten Frist den Jahresabschluss. Der Jahresabschluss wird um den Bestätigungsvermerk des Abschlussprüfers gemäß Ziffer 10.2.3 sowie um den Lagebericht und die zusätzlichen Informationen gemäß Art. 2:392(1) BW ergänzt, soweit diese Informationen erforderlich sind.	10.1.2 Jaarlijks, binnen de daartoe door de wet gestelde termijn, maakt het Bestuur de Jaarrekening op. De accountantsverklaring als bedoeld in artikel 10.2.3, wordt toegevoegd aan de Jaarrekening, evenals het Bestuursverslag en de overige gegevens als bedoeld in artikel 2:392(1) BW, voor zover deze informatie is vereist.
10.1.3 All Directors sign the Annual Accounts, if a signature is missing, this must be stated and explained.	10.1.3 Alle Verwaltungsratsmitglieder unterzeichnen den Jahresabschluss. Fehlt eine Unterschrift, muss dies angegeben und erläutert werden.	10.1.3 Alle Bestuurders ondertekenen de Jaarrekening. Ontbreekt de ondertekening van een of meer van hen, dan wordt daarvan onder opgave van reden melding gemaakt.
10.1.4 The Company ensures that the prepared	10.1.4 Die Gesellschaft sorgt dr, dass der	10.1.4 De Vennootschap zorgt dat de opgemaakte

63

Annual Accounts, the Management Report and the additional information referred to in article 10.1.2 are present at the Company's address from the day of convening the General Meeting at which they will be discussed until the conclusion of such General Meeting. Persons with Meeting Rights may inspect the documents there and receive free copies of the documents.	aufgestellte Jahresabschluss, der Lagebericht und die zusätzlichen Informationen nach Ziffer 10.1.2 vom Tag der Einberufung zur Hauptversammlung, in der sie behandelt werden, bis zur Beendigung dieser Hauptversammlung in den Geschäftsräumen der Gesellschaft ausliegen. Personen mit Teilnahmerecht können die Dokumente dort einsehen und erhalten kostenlose Kopien der Dokumente.	Jaarrekening, het Bestuursverslag en de in artikel 10.1.2 bedoelde overige gegevens vanaf de dag van de oproeping tot de Algemene Vergadering waarop zij worden behandeld tot de sluiting van die Algemene Vergadering op het adres van de Verenootschap aanwezig zijn. Vergadergerechtigden kunnen de stukken daar inzien en daarvan kosteloos afschriften verkrijgen.
10.1.5 The Annual Accounts are adopted by the General Meeting.	10.1.5 Der Jahresabschluss wird von der Hauptversammlung festgestellt.	10.1.5 De Algemene Vergadering stelt de Jaarrekening vast.
10.1.6 In the General Meeting where adoption of the Annual Accounts is discussed, a proposal to grant discharge to the Directors for the performance of their duties shall be put on the agenda as a separate item.	10.1.6 In der Hauptversammlung, in der über die Feststellung des Jahresabschlusses beraten wird, wird ein Vorschlag zur Entlastung der Mitglieder des Verwaltungsrats für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben als gesonderter Punkt auf die Tagesordnung gesetzt.	10.1.6 In de Algemene Vergadering waarin de vaststelling van de Jaarrekening wordt besproken, wordt een voorstel tot verlening van decharge aan de Bestuurders voor de door hen vervulde taken als afzonderlijk agendapunt op de agenda geplaatst.
10.2 Auditor	10.2 Abschlussprüfer	10.2 Accountant
10.2.1 The General Meeting shall instruct an auditor as referred to in section 2:393 BW to audit the Annual Accounts drawn up by the Board in accordance with subparagraph 3 of that section. The	10.2.1 Die Hauptversammlung beauftragt einen Wirtschaftsprüfer im Sinne von Art. 2:393 BW mit der Prüfung des vom Verwaltungsrat erstellten Jahresabschlusses im Sinne von Absatz	10.2.1 De Algemene Vergadering verleent een accountant als bedoeld in artikel 2:393 BW de opdracht om de door het Bestuur opgemaakte Jaarrekening te onderzoeken in overeenstemming met lid 3 van dat artikel. De

64

instruction may be given to an organisation of chartered accountants working together. If the General Meeting fails to issue the instructions to the auditor, the Board is authorised to do so. Executive Directors may not participate in the deliberations and decision-making on an instruction to an external auditor to audit the Annual Accounts in case the General Meeting has not given those instructions.	3 des genannten Artikels. Der Auftrag kann an eine Organisation von kooperierenden Wirtschaftsprüfern erteilt werden. Erteilt die Hauptversammlung dem Abschlussprüfer keinen Auftrag, ist der Verwaltungsrat dazu ermächtigt. Die Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder dürfen nicht an den Beratungen und der Beschlussfassung über einen Auftrag an einen externen Wirtschaftsprüfer zur Prüfung des Jahresabschlusses teilnehmen, wenn die Hauptversammlung diesen Auftrag nicht erteilt hat.	opdracht kan worden verleend aan een organisatie waarin registeraccountants samenwerken. Verleent de Algemene Vergadering geen opdracht aan de accountant, dan is het Bestuur gemachtigd dit te doen. Uitvoerende Bestuurders nemen niet deel aan de beraadslaging en besluitvorming over het verlenen van een opdracht aan een externe accountant om de Jaarrekening te onderzoeken indien de Algemene Vergadering die opdracht niet heeft verleend.
10.2.2 The instructions issued to the auditor may be revoked by the General Meeting and if the Board has issued the instructions, the Board. The instructions may only be revoked for valid reasons and in accordance with section 2:393(2) BW.	10.2.2 Der dem Abschlussprüfer erteilte Auftrag kann von der Hauptversammlung und, wenn der Verwaltungsrat den Auftrag erteilt hat, vom Verwaltungsrat widerrufen werden. Der Auftrag kann nur aus triftigen Gründen und in Übereinstimmung mit Art. 2:393(2) BW widerrufen werden.	10.2.2 De Algemene Vergadering, en het Bestuur indien het Bestuur de opdracht heeft verleend, kan de aan de accountant verleende opdracht intrekken. De opdracht kan alleen om gegronde redenen en met inachtneming van artikel 2:393(2) BW worden ingetrokken.
10.2.3 The auditor shall report on the audit to the Board and set out the results of the audit in an auditor's statement on whether the	10.2.3 Der Abschlussprüfer erstattet dem Verwaltungsrat Bericht über die Prüfung und legt die Ergebnisse der Prüfung in	10.2.3 De accountant brengt over zijn onderzoek verslag uit aan het Bestuur en geeft de uitslag van zijn onderzoek weer in een verklaring over

65

Annual Accounts present a true and fair view. The auditor may attend and address the General Meeting at which the adoption of the Annual Accounts is discussed.	einer Erklärung des Abschlussprüfers darüber dar, ob der Jahresabschluss ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild vermittelt. Der Abschlussprüfer kann an der Hauptversammlung, auf der die Feststellung des Jahresabschlusses erörtert wird, teilnehmen und das Wort ergreifen.	de getrouwheid van de Jaarrekening. De accountant heeft toegang tot de Algemene Vergadering waarin de Jaarrekening wordt vastgesteld en kan daarin het woord voeren.
10.2.4 The Board may issue instructions, other than the instructions referred to in articles 10.2.1 and 10.2.2, to the auditor referred to in this article 10.2 or to another auditor at the Company's expense.	10.2.4 Der Verwaltungsrat kann dem in dieser Ziffer 10.2 genannten Abschlussprüfer oder einem anderen Wirtschaftsprüfer auf Kosten der Gesellschaft andere als die in den Ziffern 10.2.1 und 10.2.2 genannten Aufträge erteilen.	10.2.4 Het Bestuur kan instructies, anders dan de opdracht als bedoeld in de artikelen 10.2.1 en 10.2.2, aan de accountant als bedoeld in dit artikel 10.2 verlenen of aan een andere accountant op kosten van de vennootschap.
11 PROFIT, LOSS AND DISTRIBUTIONS	11 GEWINN, VERLUST UND AUSSCHÜTTUNGEN	11 WINST, VERLIES EN UITKERINGEN
11.1 Profit and loss	11.1 Gewinn und Verlust	11.1 Winst en verlies
11.1.1 Distribution of dividends pursuant to this article 11.1 will take place after the adoption of the Annual Accounts which show that the distribution is allowed.	11.1.1 Die Ausschüttung von Dividenden gemäß dieser Ziffer 11.1 erfolgt nach Feststellung des Jahresabschlusses, aus dem hervorgeht, dass die Ausschüttung zulässig ist.	11.1.1 De uitkering van dividend ingevolge dit artikel 11.1 vindt plaats na vaststelling van de Jaarrekening waaruit blijkt dat zij is geoorloofd.
11.1.2 Without prejudice to article 11.2, the Board may resolve to reserve the profits or part of the profits, shown in the Annual Accounts, as adopted.	11.1.2 Unbeschadet der Ziffer 11.2 kann der Verwaltungsrat beschließen, den im festgestellten Jahresabschluss ausgewiesenen Gewinn oder einen Teil	11.1.2 Onverminderd artikel 11.2, kan het Bestuur besluiten de winst of een deel daarvan, als weergegeven in de vastgestelde Jaarrekening, te reserveren.

66

	des Gewinns zurückzustellen.	
11.1.3 The profits remaining after application of article 11.1.2, shall be at the disposal of the General Meeting. The Board shall make a proposal for that purpose.	11.1.3 Die nach Anwendung der Ziffer 11.1.2 verbleibenden Gewinne stehen der Hauptversammlung zur Verfügung. Der Verwaltungsrat unterbreitet zu diesem Zweck einen Vorschlag.	11.1.3 De winst die resteert na toepassing van artikel 11.1.2 staat ter beschikking van de Algemene Vergadering. Het Bestuur zal een voorstel daarvoor opstellen.
11.1.4 The Board shall determine, how a shortfall that is determined by the adoption of the Annual Accounts, will be accounted for. A loss may be set off against the reserves to be maintained by law only to the extent permitted by law.	11.1.4 Der Verwaltungsrat bestimmt, wie ein Fehlbetrag, der bei der Feststellung des Jahresabschlusses ermittelt wird, zu verbuchen ist. Ein Verlust kann nur in dem gesetzlich zulässigen Umfang mit den gesetzlich zu bildenden Rücklagen verrechnet werden.	11.1.4 Het Bestuur bepaalt hoe een tekort dat bij de vaststelling van de Jaarrekening is vastgesteld, zal worden verantwoord. Een tekort mag slechts ten laste van de door de wet voorgeschreven reserves worden gebracht voor zover de wet dat toestaat.
11.1.5 The Company may make distributions on Shares only to the extent that the Company's equity exceeds the sum of the paid and called-up part of the capital and the reserves which must be maintained by law or these articles of association.	11.1.5 Die Gesellschaft kann Ausschüttungen auf Aktien nur in dem Maße vornehmen, in dem das Eigenkapital der Gesellschaft die Summe aus dem eingezahlten und eingeforderten Teil des Kapitals und den Rücklagen, die nach dem Gesetz oder dieser Satzung zu bilden sind, übersteigt.	11.1.5 De Vennootschap kan alleen uitkeringen doen op Aandelen voor zover haar eigen vermogen groter is dan het bedrag van het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal, vermeerderd met de reserves die op grond van de wet of deze statuten moeten worden aangehouden.
11.1.6 The persons entitled to a distribution on Shares shall be the relevant Shareholders, usufructuaries and pledgees, as the case may be, on a date to be determined by the Board for that purpose. This date may not be prior to the	11.1.6 Die Personen, die Anspruch auf eine Ausschüttung auf Aktien haben, sind die jeweiligen Aktionäre, Nießbraucher und Pfandgläubiger an einem vom Verwaltungsrat zu diesem Zweck zu bestimmenden Datum. Dieses Datum	11.1.6 De personen die gerechtigd zijn tot een uitkering op Aandelen zijn de Aandeelhouders, vruchtgebruikers en pandhouders op een door het Bestuur met dat doel te bepalen datum. Deze datum kan niet eerder liggen dan de datum waarop de uitkering is aangekondigd.

67

date on which the distribution was announced.	darf nicht vor dem Datum liegen, an dem die Ausschüttung angekündigt wurde.	
11.1.7 Notwithstanding article 11.1.8, all Shares share equally in all distributions.	11.1.7 Ungeachtet Ziffer 11.1.8 sind alle Aktien gleichmäßig an allen Ausschüttungen beteiligt.	11.1.7 Onverminderd artikel 11.1.8 delen alle Aandelen geëlijk in alle uitkeringen.
11.1.8 When determining the allocation of an amount to be distributed, the Shares held by the Company in its capital are not taken into account, unless those Shares are encumbered with a right of usufruct or a right of pledge.	11.1.8 Bei der Zuteilung eines auszuschüttenden Betrags werden die von der Gesellschaft an ihrem Kapital gehaltenen Aktien nicht berücksichtigt, es sei denn, diese Aktien sind mit einem Nießbrauch oder einem Pfandrecht belastet.	11.1.8 Er mogen geen dividenden worden uitgekeerd op Aandelen die worden gehouden door de Vennootschap, tenzij de desbetreffende Aandelen zijn bezwaard met een recht van vruchtgebruik of pandrecht.
11.1.9 The Board may resolve that a distribution on Shares may be made available for payment in cash or partly in cash, in the form of Shares or in a form other than in cash, or resolve that Shareholders shall have the option to receive a distribution as a cash payment and/or as a payment in Shares, out of the profits or at the expense of reserves, provided that to the extent a distribution is made in the form of Shares the Board is authorised by the General Meeting pursuant to article 3.2.1. The Board determines the conditions under which such choice may be made.	11.1.9 Der Verwaltungsrat kann beschließen, dass eine Ausschüttung auf Aktien zur Zahlung in bar oder teilweise in bar, in Form von Aktien oder in einer anderen Form als in bar zur Verfügung gestellt wird, oder, dass die Aktionäre die Wahl haben, eine Ausschüttung als Barzahlung und/oder als Zahlung in Aktien, aus den Gewinnen oder zu Lasten der Rücklagen zu erhalten, vorausgesetzt, dass der Verwaltungsrat, soweit eine Ausschüttung in Form von Aktien erfolgt, von der Hauptversammlung gemäß Ziffer 3.2.1 hierzu ermächtigt ist. Der	11.1.9 Het Bestuur kan besluiten dat een uitkering op de Aandelen zal plaatsvinden in geld of gedeeltelijk in geld, in de vorm van Aandelen of op een andere manier dan in geld, of besluiten dat Aandeelhouders de optie zullen hebben om een uitkering te ontvangen in geld en/of als een betaling in de vorm van Aandelen, uit de winst en/of ten laste van de reserves, mits bij een uitkering in de vorm van Aandelen het Bestuur daartoe door de Algemene Vergadering overeenkomstig artikel 3.2.1 is aangewezen. Het Bestuur bepaalt onder welke voorwaarden een dergelijke keuze kan worden gemaakt. Indien een uitkering in geld wordt gedaan, bepaalt het

68

If a distribution is made in cash, the Board will determine the currency in which the distribution will be made available for payment. The Board may determine the method in which a currency conversion in respect of dividends or other distributions, if any, is made. If a distribution is made in a form other than in cash, the Board will determine which value the Company will allocate to such distribution for accounting purposes.	Verwaltungsrat bestimmt die Bedingungen, unter denen eine solche Wahl getroffen werden kann. Erfolgt eine Ausschüttung in bar, bestimmt der Verwaltungsrat die Währung, in der die Ausschüttung zur Zahlung bereitgestellt wird. Der Verwaltungsrat kann die Methode festlegen, nach der eine Währungsumrechnung in Bezug auf Dividenden oder andere Ausschüttungen vorgenommen wird. Erfolgt eine Ausschüttung in einer anderen Form als in bar, legt der Verwaltungsrat fest, welchen Wert die Gesellschaft dieser Ausschüttung zu Rechnungslegungszwecken zuordnet.	Bestuur in welke valuta dit wordt gedaan. Het Bestuur kan de methode bepalen waarmee de valutaconversie met betrekking tot de dividenden of andere eventuele uitkeringen gedaan zal worden. Indien een uitkering in een andere vorm dan in geld gedaan wordt, zal het Bestuur voor boekhoudkundige doeleinden bepalen welke waarde de Vennootschap toekent aan een dergelijke uitkering.
11.1.10 Subject to the other provisions of this article 11, the Board may resolve to make dividend or other distributions on Shares to be charged to one or several Distributable Reserves.	11.1.10 Vorbehaltlich der anderen Bestimmungen dieser Ziffer 11 kann der Verwaltungsrat beschließen, Dividenden oder andere Ausschüttungen auf Aktien vorzunehmen, die einer oder mehreren Ausschüttungsfähigen Rücklagen zuzuführen sind.	11.1.10 Onverminderd de andere bepalingen van dit artikel 11, kan het Bestuur besluiten dat dividenduitkeringen of andere uitkeringen op Aandelen ten laste van een of meerdere Uitkeerbare Reserves komen.

69

11.2 Interim distributions	11.2 Zwischenausschüttungen	11.2 Tussentijdse winstuitkeringen
11.2.1 The Board may resolve to make interim distributions on Shares if an interim statement of assets and liabilities meeting the requirements laid down in section 2:105(4) BW, shows that the requirement of article 11.1.5 has been met. Interim distributions may be made in cash, in kind or in the form of Shares.	11.2.1 Der Verwaltungsrat kann beschließen, Zwischenausschüttungen auf Aktien vorzunehmen, wenn eine Zwischenbilanz der Aktiva und Passiva, die den in Art. 2:105(4) BW festgelegten Anforderungen entspricht, zeigt, dass die Anforderung in Ziffer 11.1.5 erfüllt ist. Zwischenausschüttungen können in bar, in Sachwerten oder in Form von Aktien erfolgen.	11.2.1 Het Bestuur kan besluiten tot tussentijdse uitkeringen op de Aandelen als uit een tussentijdse vermogensopstelling die voldoet aan de in artikel 2:105(4) BW gestelde eisen, blijkt dat aan het vereiste van artikel 11.1.5 is voldaan. Tussentijdse uitkeringen kunnen plaatsvinden in geld, in natura of in de vorm van Aandelen.
11.2.2 Interim distributions may be made out of the profit of the current financial year or out of a Distributable Reserve.	11.2.2 Zwischenausschüttungen können aus dem Gewinn des laufenden Geschäftsjahres oder aus einer Ausschüttungsfähigen Rücklage vorgenommen werden.	11.2.2 Tussentijdse uitkeringen kunnen worden gedaan ten laste van de winst van het huidige boekjaar of ten laste van een Uitkeerbare Reserve.
11.3 Notices and payments	11.3 Mitteilungen und Zahlungen	11.3 Aankondigingen en betalingen
11.3.1 The Board in accordance with the regulations of the stock exchange must immediately publish any proposal for a dividend or other distribution on Shares where the Shares are officially listed at the Company's request. The notification must specify the date when and the manner in which the dividend or other distribution will be payable or – in case of a proposal for a dividend or other distribution – is	11.3.1 Der Verwaltungsrat muss gemäß den Vorschriften der Börse, an der die Aktien auf Antrag der Gesellschaft amtlich notiert sind, jeden Vorschlag bezüglich einer Dividende auf Aktien und Beschlüssen zu einer Zwischenausschüttung auf Aktien unverzüglich veröffentlichen. In der Mitteilung sind der Zeitpunkt und die Art und Weise anzugeben, in der die	11.3.1 Voorstellen voor uitkering van dividend op Aandelen en besluiten tot uitkering van tussentijds dividend op Aandelen dienen onmiddellijk door het Bestuur te worden bekendgemaakt overeenkomstig de regels van de beurs waaraan de Aandelen op verzoek van de Vennootschap officieel genoteerd staan. In de aankondiging wordt de datum en de wijze van betaalbaarstelling van het dividend of andere uitkering vermeld, of –

70

expected to be made payable.	Dividende oder sonstige Ausschüttung zur Zahlung fällig ist oder – im Falle eines Vorschlags für eine Dividende oder sonstige Ausschüttung – voraussichtlich fällig sein wird.	in geval van een voorstel tot uitkering van dividend of andere uitkering – de verwachte datum en wijze van betaalbaarstelling.
11.3.2 The Board determines as of which date dividends or other distributions will be payable.	11.3.2 Der Verwaltungsrat bestimmt, ab welchem Datum Dividenden oder andere Ausschüttungen zur Zahlung fällig sind.	11.3.2 Het Bestuur stelt vast vanaf welke datum de dividenden of andere uitkeringen betaalbaar worden gesteld.
11.3.3 Dividends or other distributions that have not been claimed upon the expiry of five years and one day after the date when they became payable will be forfeited to the Company and will be carried to the reserves.	11.3.3 Dividenden oder andere Ausschüttungen, die nach Ablauf von fünf Jahren und einem Tag nach dem Datum, an dem sie fällig wurden, nicht in Anspruch genommen wurden, verfallen zugunsten der Gesellschaft und werden in die Rücklagen eingestellt.	11.3.3 Dividenden of andere uitkeringen waarover vijf jaren en één dag na de dag dat zij opeisbaar zijn geworden niet is beschikt, vervallen aan de Vennootschap en worden aan de reserves toegevoegd.
11.3.4 For all dividends and other distributions in respect of the Shares included in the Statutory Giro System, the Company is discharged from all obligations towards the relevant persons entitled to such dividends or other distributions as referred to in article 11.1.6 by placing those dividends or other distributions at the disposal of, or in accordance with, the regulations of, Euroclear Netherlands or the Intermediary as the case may be.	11.3.4 Für alle Dividenden und sonstigen Ausschüttungen in Bezug auf die in das Gesetzliche Giroeffektensystem einbezogenen Aktien ist die Gesellschaft von allen Verpflichtungen gegenüber den Aktionären, die Anspruch auf diese Dividenden oder sonstigen Ausschüttungen gemäß Ziffer 11.1.6 haben, befreit, indem sie diese Dividenden oder sonstigen Ausschüttungen Euroclear Netherlands	11.3.4 Voor alle dividenden en andere uitkeringen met betrekking tot Aandelen opgenomen in het Wettelijk Giraal Systeem, is de Vennootschap ontslagen van alle verplichtingen tegenover de Aandeelhouders die recht hebben op de dividenden of andere uitkeringen als bedoeld in artikel 11.1.6 door deze dividenden of andere uitkeringen ter beschikking te stellen van, of overeenkomstig de regelingen van, respectievelijk Euroclear Nederland of de Intermediair, zoals van toepassing.

71

		bzw. dem Intermediär bzw. in Übereinstimmung mit den Bestimmungen von Euroclear Netherlands oder des Intermediärs zur Verfügung stellt.	
12	SPECIAL RESOLUTIONS AND LIQUIDATION	12	SONDERBESCHLÜSSE UND AUFLÖSUNG
12.1	Amendment to the articles of association, legal merger, legal demerger, and dissolution	12.1	Satzungsänderungen, rechtliche Verschmelzung, rechtliche Spaltung und Auflösung
12.1.1	The General Meeting may, on a proposal of the Board, resolve on a legal merger, a legal demerger, an amendment to these articles of association, and dissolution without prejudice to sections 2:331 BW and 2:334ff BW. Whenever a proposal is made to the General Meeting to amend the articles of association, this must be stated in the notice convening the General Meeting and a copy of the proposal, stating the proposed amendment verbatim, must be made available for inspection by every Person with Meeting Rights at the Company's office from the day of the convocation of the respective General Meeting until the end of such General Meeting.	12.1.1	Die Hauptversammlung kann auf Vorschlag des Verwaltungsrats unbeschadet der Art. 2:331 BW und 2:334ff BW eine rechtliche Verschmelzung, eine rechtliche Spaltung, eine Änderung dieser Satzung und die Auflösung beschließen. Wenn der Hauptversammlung eine Satzungsänderung vorgeschlagen wird, muss dies in der Einberufung zur Hauptversammlung angegeben werden, und eine Kopie des Vorschlags, in der die vorgeschlagene Änderung wörtlich aufgeführt ist, muss vom Tag der Einberufung zur jeweiligen Hauptversammlung bis zum Ende der Hauptversammlung in den

72

		Geschäftsräumen der Gesellschaft zum Zweck der Einsichtnahme durch jede Person mit Teilnahmerecht ausgelegt werden.	
12.2	Liquidation	12.2	Auflösung
12.2.1	If the Company is dissolved and its assets must be liquidated, the Executive Directors will become the liquidators, unless the General Meeting resolves otherwise. The Non-Executive Directors supervise the liquidators.	12.2.1	Wenn die Gesellschaft aufgelöst wird und ihr Vermögen liquidiert werden muss, werden die Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder zu Liquidatoren, sofern die Hauptversammlung nichts anderes beschließt. Die Nicht-Geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder beaufsichtigen die Liquidatoren.
12.2.2	The liquidation takes place in accordance with the statutory provisions. During the liquidation period, these articles of association will remain in full force as far as possible.	12.2.2	Die Auflösung erfolgt gemäß der gesetzlichen Bestimmungen. Während der Dauer der Liquidation bleibt diese Satzung so weit wie möglich in vollem Umfang in Kraft.
12.2.3	The balance of the Company's assets after all liabilities have been paid will be distributed on the Shares, in accordance with section 2:23b BW, to the Shareholders in proportion to the aggregate nominal amount of the Shares held by each of them.	12.2.3	Der Saldo des Gesellschaftsvermögens wird nach Begleichung aller Verbindlichkeiten gemäß Art. 2:23b BW an die Aktionäre im Verhältnis zum Gesamtnennbetrag der von jedem von ihnen gehaltenen Aktien verteilt.

73

12.2.4 After the Company has ceased to exist, its books, records and other data carriers must remain in the custody of the person designated for that purpose by the liquidators or, if there are no liquidators, by the Board, for a period of seven years.	12.2.4 Nach dem Erlöschen der Gesellschaft müssen ihre Bücher, Aufzeichnungen und sonstigen Datenträger sieben Jahre lang in der Obhut der von den Liquidatoren oder, falls es keine Liquidatoren gibt, vom Verwaltungsrat zu diesem Zweck benannten Person verbleiben.	12.2.4 Nadat de Vennootschap heeft opgehouden te bestaan, worden haar boeken, bescheiden en andere gegevensdragers gedurende zeven jaar bewaard door degene die daartoe door de vereffenaars, of bij ontbreken van vereffenaars door het Bestuur, is aangewezen.
--	---	--

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlägen, Unterlassen bzw. unrichtiger 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 erhebliche Leistung wegen Fehlschlägen, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2) Der Anspruch auf Beseitigung von Mängeln muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Ansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

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

9. Haftung

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

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt.

(3) Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

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

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

(3) Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichtsauflösungen. Weitere Auflösungen 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 Buchungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte Unrichtigkeiten hinzuweisen.

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

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

a) Ausarbeitung der Jahressteuererklärungen für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer sowie der Vermögenssteuererklärungen, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise

b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern

c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden

d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern

e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern

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

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

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

(6) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer, Erbschaftsteuer und Vermögenssteuer 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, Kapitalerbschaftsteuer, 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 Vorzuschüsse auf Vergütung und Auslagensersatz 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 Auslagensersatz nur mit unbeschränkten 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.