

Bericht

der E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH, Frankfurt am Main,

als Hauptaktionärin der

IC Immobilien Holding AG, Frankfurt am Main,

über die Voraussetzungen für die Übertragung der von den übrigen Aktionären der IC Immobilien Holding AG an dieser gehaltenen Aktien auf die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH und zur Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung

gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG

vom 1. November 2019

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	3
Verzeichnis der Definitionen.....	4
Verzeichnis der Anlagen.....	5
1. Einleitung.....	6
2. Beschreibung der ICAG und der IC Immobilien Gruppe.....	7
2.1 Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand der ICAG.....	7
2.2 Kapitalausstattung, Börsenplätze und Aktionäre der ICAG	7
2.3 Vorstand und Aufsichtsrat der ICAG.....	8
2.4 Arbeitnehmer und Mitbestimmung	8
2.5 Übersicht über die IC Immobilien Gruppe und ihre Geschäftsaktivitäten.....	8
2.6 Geschäftsentwicklung und Kennzahlen der IC Immobilien Gruppe.....	10
3. Beschreibung der E.L.A. und ihrer Gesellschafter	12
3.1 Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand der E.L.A.....	12
3.2 Kapitalausstattung und Gesellschafter der E.L.A.	12
3.3 Übersicht zu den Geschäftsaktivitäten der E.L.A.	12
3.4 Geschäftsentwicklung und Kennzahlen der E.L.A.	12
4. Gründe für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre der ICAG.....	13
4.1 Erhöhte Flexibilität.....	13
4.2 Einsparung von Kosten	13
4.3 Erhöhte Transaktionssicherheit.....	13
5. Voraussetzungen für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre der ICAG	13
5.1 Überblick über die gesetzlichen Grundlagen	13
5.2 Eigenschaft der E.L.A. als Hauptaktionärin.....	14
5.3 Verlangen der E.L.A. auf Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien.....	15
5.4 Festlegung der angemessenen Barabfindung	15
5.5 Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung und Prüfungsbericht	15
5.6 Gewährleistung eines Kreditinstituts	15
5.7 Übertragungsbericht der E.L.A. als Hauptaktionärin.....	16
5.8 Zugänglichmachung von Unterlagen zur Vorbereitung und Abhaltung der Hauptversammlung der ICAG	16
5.9 Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung der ICAG	16
5.10 Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister.....	17
6. Auswirkungen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre.....	17
6.1 Übergang der Aktien auf die Hauptaktionärin	17
6.2 Anspruch auf Barabfindung	18
6.3 Zahlung der Barabfindung (banktechnische Abwicklung)	19
6.4 Beendigung des Handels der ICAG-Aktien im (börslichen) Freiverkehr.....	19
6.5 Steuerliche Auswirkungen für die Aktionäre.....	19
7. Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung	23
7.1 Vorbemerkung	23
7.2 Ermittlung und Festlegung der Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG	24
8. Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung	26

Abkürzungsverzeichnis

a. F.	alte Fassung
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGHZ	Amtliche Sammlung von Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BVerfGE	Amtliche Sammlung von Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
d. h.	das heißt
EBIT	Earnings before Interests and Taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBT	Earnings before Taxes (Ergebnis vor Ertragsteuern)
EstG	Einkommensteuergesetz
EUR	Euro
ff.	fortlaufend folgende
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister Abteilung B
IDW S 1	Standard 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
ISIN	International Securities Identification Number (Internationale Identifikationsnummer für Wertpapiere)
Nr.	Nummer
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
WpÜG-AngVO	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots

Verzeichnis der Definitionen

Ansässigkeitsstaat	Ziffer 6.5
Bewertungsstichtag	Ziffer 7.1
E.L.A.	Vor Ziffer 1
EY	Ziffer 1
Gesellschaft	Vor Ziffer 1
Gutachtliche Stellungnahme	Ziffer 1
Hauptaktionärin	Vor Ziffer 1
IC Immobilien Gruppe	Ziffer 2.4
ICAG	Vor Ziffer 1
ICAG-Aktie(n)	Ziffer 1
ICAM	Ziffer 2.4
ICIS	Ziffer 2.4
ICPM	Ziffer 2.4
IPHC	Ziffer 2.4
Negativerklärung	Ziffer 5.10
Quirin	Ziffer 1
Übertragungsbericht	Vor Ziffer 1
Warth & Klein Grant Thornton	Ziffer 1
Wesentliche Beteiligung	Ziffer 6.5(b)(i)

Verzeichnis der Anlagen

Anlage 1	Übertragungsverlangen der E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH vom 1. Juli 2019 (ohne Anlagen)
Anlage 2	Konkretisiertes Übertragungsverlangen der E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH vom 1. November 2019 (ohne Anlagen)
Anlage 3	Gutachtliche Stellungnahme der Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft vom 1. November 2019
Anlage 4	Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 10. Juli 2019 mit der Bestellung der Warth & Klein Grant Thornton AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft zum sachverständigen Prüfer
Anlage 5	Gewährleistungserklärung der Quirin Privatbank AG vom 1. November 2019

Zur Unterrichtung der Hauptversammlung der IC Immobilien Holding AG mit Sitz in Frankfurt am Main (nachfolgend „ICAG“ oder auch die „Gesellschaft“) am 17. Dezember 2019 über den geplanten Ausschluss der Minderheitsaktionäre der ICAG erstattet die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH, mit Sitz in Frankfurt am Main (nachfolgend „E.L.A.“ oder auch die „Hauptaktionärin“), gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG den nachfolgenden Bericht, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (nachfolgend „Übertragungsbericht“).

1. EINLEITUNG

Die §§ 327a ff. AktG sehen vor, dass die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen kann (sogenannter Squeeze-out).

Das Grundkapital der ICAG beträgt EUR 3.011.664,00 und ist eingeteilt in 3.011.664 auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien (nachfolgend auch „ICAG-Aktien“ und jede einzeln auch „ICAG-Aktie“). Der E.L.A. gehören zum Tag der Unterzeichnung des vorliegenden Übertragungsberichts insgesamt 2.925.369 (97,13 %) ICAG-Aktien. Damit gehören der E.L.A. mehr als 95 % des Grundkapitals der ICAG. Die E.L.A. ist Hauptaktionärin der ICAG im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

Die E.L.A. hat mit Schreiben vom 1. Juli 2019 das förmliche Verlangen an den Vorstand der ICAG gerichtet, die Hauptversammlung der ICAG gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die E.L.A. gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Das Schreiben der E.L.A. vom 1. Juli 2019 ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als Anlage 1 beigelegt. Die ICAG hat den Erhalt dieses Verlangens am 1. Juli 2019 mittels Ad Hoc Mitteilung bekannt gemacht. Nach Festlegung der Höhe der Barabfindung hat die E.L.A. ihr Verlangen gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG mit Schreiben vom 1. November 2019 unter Angabe der von ihr festgelegten Barabfindung gegenüber dem Vorstand der ICAG konkretisiert. Das Schreiben der E.L.A. vom 1. November 2019 ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als Anlage 2 beigelegt.

Die angemessene Barabfindung in Höhe von EUR 7,19 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der ICAG, die die Minderheitsaktionäre der ICAG mit Wirksamwerden des Squeeze-out erhalten, wurde von der E.L.A. auf der Grundlage einer von der Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stuttgart (nachfolgend „EY“), erstellten gutachtlichen Stellungnahme vom 1. November 2019 (nachfolgend „Gutachtliche Stellungnahme“) festgelegt. Die Gutachtliche Stellungnahme von EY ist diesem Übertragungsbericht als Anlage 3 beigelegt.

Die Angemessenheit der Barabfindung wurde durch die Warth & Klein Grant Thornton AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf (nachfolgend „Warth & Klein Grant Thornton“), geprüft. Warth & Klein Grant Thornton ist auf Antrag der E.L.A. durch das Landgericht Frankfurt am Main als sachverständiger Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung ausgewählt und durch Beschluss vom 10. Juli 2019 hierzu bestellt worden. Der Bestellungsbeschluss ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als Anlage 4 beigelegt.

Mit Schreiben vom 1. November 2019 hat die E.L.A. dem Vorstand der ICAG eine Gewährleistungserklärung der Quirin Privatbank AG, Berlin (nachfolgend „Quirin“), übermittelt. Durch diese Erklärung hat die Quirin gemäß § 327b Abs. 3 AktG die Gewährleistung für die Verpflichtung der E.L.A. gegenüber den Minderheitsaktionären der ICAG übernommen, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der

ICAG unverzüglich die festgelegte Barabfindung für jede übergegangene Aktie zu zahlen. Diese Gewährleistungserklärung ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als Anlage 5 beigelegt.

Die außerordentliche Hauptversammlung der ICAG soll am 17. Dezember 2019 die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die E.L.A. gegen Gewährung der von ihr festgelegten Barabfindung beschließen. Zur Unterrichtung der Hauptversammlung der ICAG erstattet die E.L.A. als Hauptaktionär gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG diesen schriftlichen Übertragungsbericht, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

Die in diesem Übertragungsbericht enthaltenen Zahlenangaben (darunter auch Prozentangaben) sind überwiegend, auch wenn dies nicht ausdrücklich im Text vermerkt ist, gerundet. Die in Tabellen enthaltenen Gesamtsummen können daher auch von den jeweiligen Einzelpositionen abweichen. Die Rundungen in den Tabellen weichen unter Umständen auch von der ansonsten angewandten kaufmännischen Rundung ab. Soweit kein anderes Datum vermerkt ist, beziehen sich Zahlenangaben in diesem Übertragungsbericht auf den Tag der Unterzeichnung des vorliegenden Übertragungsberichts.

2. BESCHREIBUNG DER ICAG UND DER IC IMMOBILIEN GRUPPE

2.1 Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand der ICAG

Die ICAG hat ihren Sitz in Frankfurt am Main. Das Geschäftsjahr der Gesellschaft ist das Kalenderjahr. In § 2 der Satzung der Gesellschaft ist der Gegenstand des Unternehmens wie folgt festgelegt:

„(1) Gegenstand des Unternehmens ist die vermögensverwaltende Tätigkeit im Bereich von Unternehmensbeteiligungen, insbesondere im Immobilienbereich. Die Gesellschaft kann auch in Immobilien direkt investieren.

(2) Die Gesellschaft betreibt keine erlaubnispflichtigen Geschäfte.

(3) Die Gesellschaft ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die den Gegenstand des Unternehmens unmittelbar oder mittelbar zu fördern geeignet sind. Zu diesem Zweck darf sie im In- und Ausland andere Unternehmen gründen, erwerben oder sich an diesen beteiligen und deren Geschäftsführung übernehmen, sowie Unternehmensverträge abschließen.“

2.2 Kapitalausstattung, Börsenplätze und Aktionäre der ICAG

Das Grundkapital der ICAG beträgt EUR 3.011.664,00 und ist eingeteilt in 3.011.664 auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien (ISIN DE0005632160).

Die ICAG-Aktien sind nach Auskunft der Gesellschaft nicht zum Handel an einer Börse zugelassen. Sie sind jedoch in den Freiverkehr der Wertpapierbörsen in Berlin, Hamburg, München und Stuttgart einbezogen.

Größter Aktionär der ICAG ist die E.L.A., die bei Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts 2.925.369 (97,13 %) ICAG-Aktien hält. Die übrigen 86.295 (2,87 %) ICAG-Aktien werden von Minderheitsaktionären gehalten. Die ICAG hält keine eigenen Aktien.

2.3 Vorstand und Aufsichtsrat der ICAG

Der Vorstand der ICAG besteht zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts aus einem Mitglied:

- Markus Reinert

Gemäß § 8 der Satzung wird die Gesellschaft, wenn der Vorstand nur aus einem Mitglied besteht, durch dieses allein, wenn er aus mehreren Mitgliedern besteht, durch zwei Vorstandsmitglieder oder durch ein Vorstandsmitglied in Gemeinschaft mit einem Prokuristen vertreten. Der Aufsichtsrat kann auch in diesem Fall bestimmen, dass Vorstandsmitglieder einzelvertretungsberechtigt sind.

Der Aufsichtsrat der ICAG besteht gemäß § 9 der Satzung aus drei Mitgliedern, die von der Hauptversammlung gewählt werden. Dem Aufsichtsrat der ICAG gehören zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts an:

- Dr. Rainer Stockmann (Vorsitzender), Rechtsanwalt, Berlin,
- Christoph Groß (stellvertretender Vorsitzender), Wirtschaftsprüfer und Steuerberater im Ruhestand, Mainz,
- Jan Bettink, Bankkaufmann, ehemals Vorstandsvorsitzender der BerlinHyp AG, Köln.

2.4 Arbeitnehmer und Mitbestimmung

Die ICAG und ihre Konzerngesellschaften beschäftigten zum 31. Dezember 2018 179 Mitarbeiter. Im Durchschnitt waren hiervon 117 Mitarbeiter bei der IC Property Management GmbH (nachfolgend „ICPM“), 19 Mitarbeiter bei der IC Asset Management GmbH (nachfolgend „ICAM“) und 14 Mitarbeiter bei der IC Immobilien Service GmbH (nachfolgend „ICIS“) beschäftigt. Bei der ICAG selbst waren im Durchschnitt 25 Mitarbeiter beschäftigt. Dazu kommen anteilig 20 Mitarbeiter aus dem quotenkonsolidierten Unternehmen IPH Centermanagement GmbH (nachfolgend „IPHC“; ICAG, ICPM, ICAM, ICIS und IPHC nachfolgend zusammen die „IC Immobilien Gruppe“).

In der ICAG ist kein Betriebsrat und kein Wirtschaftsausschuss eingerichtet. In der IC Immobilien Gruppe ist kein Konzernbetriebsrat errichtet.

2.5 Übersicht über die IC Immobilien Gruppe und ihre Geschäftsaktivitäten

(a) Geschäftstätigkeit

Der Konzern ist ein Immobiliendienstleister, der in den Geschäftsbereichen Property Management, Asset Management, Projektsteuerung, Centermanagement, Vermietung, Investment und Fondsmanagement tätig ist.

Die IC Immobilien Gruppe verfügt über kein eigenes Immobilienvermögen.

(b) Überblick über die Struktur der IC Immobilien Gruppe

Die Struktur der IC Immobilien Gruppe stellt sich im Wesentlichen wie folgt dar (siehe zu den einzelnen Gesellschaften nachfolgend unter Buchstabe (c)):

Die ICAG hält unmittelbar 100 % an der ICPM, der ICAM sowie der ICIS.

Die ICAG hält zudem unmittelbar 33 % an der IPH Centermanagement GmbH, während 67 % an der IPHC von einem nicht zur IC Immobilien Gruppe gehörenden Gesellschafter gehalten werden.

Im Geschäftsjahr 2017 wurde die 100 %ige Tochtergesellschaft der ICPM, die IC Treveria Property Management GmbH, auf die ICPM verschmolzen.

(c) Die wesentlichen Gesellschaften der IC Immobilien Gruppe

(i) ICAG

Die ICAG ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 107030. Sie ist die Konzernmuttergesellschaft, die unmittelbar an den nachfolgend dargestellten Gesellschaften beteiligt ist.

Die ICAG entfaltet keine eigene, nach außen gerichtete Geschäftstätigkeit. Neben ihrer Holdingfunktion stellt sie den Gesellschaften der IC Immobilien Gruppe verschiedene zentrale Dienstleistungen zur Verfügung. Dazu zählen insbesondere die Bereiche Recht, Versicherungen, Konzernbuchhaltung, Controlling, Treasury, Marketing, Kommunikation, IT, Organisation, Public Relations, Konzernfinanzierung, Personalmanagement, Personalentwicklung und Recruiting.

(ii) ICPM

Die ICPM ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 196105. Das Stammkapital der ICPM beträgt EUR 25.600,00. Alleinige Gesellschafterin ist die ICAG.

Der gesellschaftsvertragliche Gegenstand des Unternehmens der ICPM umfasst die Verwaltung und das Management von Immobilien, das Erbringen von Serviceleistungen in diesem Zusammenhang sowie die Vermittlung des Abschlusses und Nachweis der Gelegenheit zum Abschluss von Verträgen über Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte, Wohnräume, gewerbliche Räume, die Bewertung und die Erbringung von Beratungsleistungen im Immobilienbereich, ausgenommen Rechts- und Steuerberatung. Projektentwicklung und Immobilienerwerb auf eigene Rechnung sind der ICPM nicht gestattet.

Die ICPM nimmt innerhalb der IC Immobilien Gruppe alle Aspekte des kaufmännischen, technischen und buchhalterischen Property Managements wahr.

(iii) ICAM

Die ICAM ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 156548. Das Stammkapital der ICAM beträgt EUR 25.000,00. Alleinige Gesellschafterin ist die ICAG.

Der gesellschaftsvertragliche Gegenstand des Unternehmens der ICAM umfasst die Erbringung von immobilienwirtschaftlichen Dienstleistungen, insbesondere im Bereich des Asset Managements. Die Gesellschaft ist berechtigt, alle unmittelbar und mittelbar mit den vorbenannten Geschäftsfeldern verbundenen Geschäfte zu betreiben, insbesondere die Vermittlung von Immobilienanlagen und Mietverträgen.

Projektentwicklung oder Immobilienerwerb auf eigene Rechnung sind der ICAM nicht gestattet.

Im Geschäftsbereich Asset Management erbringt die ICAM Dienstleistungen in den Bereichen Investment, Vermietung und Projektsteuerung.

- (iv) Die ICIS ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 153976. Das Stammkapital der ICIS beträgt EUR 105.000,00. Alleinige Gesellschafterin ist die ICAG.

Der gesellschaftsvertragliche Gegenstand des Unternehmens der ICIS umfasst die Vermögensanlage- und Verwaltung, insbesondere im Immobilienbereich, sowie die Erbringung immobilienbezogener Dienstleistungen, insbesondere im Bereich des Property Managements. Die ICIS ist berechtigt, alle unmittelbar und mittelbar mit Immobilienanlagen verbundenen Geschäfte zu betreiben.

Die ICIS ist innerhalb der IC Immobilien Gruppe für die Bereiche Fondsmanagement und Asset Management zuständig.

- (v) IPHC

Die IPHC ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 202511. Das Stammkapital der IPHC beträgt EUR 25.000,00. Gesellschafter sind die ICAG und die IPH Handelsimmobilien GmbH mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 106411. Die ICAG hält einen Geschäftsanteil in Höhe von nominal EUR 8.250, entsprechend einer Beteiligungsquote von 33%. Die IPH Handelsimmobilien GmbH hält einen Geschäftsanteil in Höhe von nominal 16.750, entsprechend einer Beteiligungsquote von 67%.

Der gesellschaftsvertragliche Gegenstand des Unternehmens der IPHC umfasst die Erbringung von immobilienbezogenen Dienstleistungen mit Schwerpunkt im Bereich der Einkaufs- bzw. Shoppingcenter. Diese Tätigkeit umfasst insbesondere das Management, die Verwaltung und Vermietung von Shopping- oder komplexen Fachmarktzentren im Rahmen entsprechender Managementverträge. Nebenleistungen, wie zum Beispiel das Management von Werbegemeinschaften, das Betreiben von Parkhäusern, das Anmieten oder Anpachten von Läden oder sonstigen Flächen in einer Mall oder einem Shoppingcenter zum Zwecke der Untervermietung oder zum eigenen Betreiben sind der IPHC ebenfalls gestattet.

Der Tätigkeitsbereich der IPHC konzentriert sich auf Shoppingcenter Management Dienstleistungen, insbesondere das Management von Shoppingcentern und komplexen Fachmarktzentren mit allen dazugehörigen ergänzenden Dienstleistungen.

2.6 Geschäftsentwicklung und Kennzahlen der IC Immobilien Gruppe

- (a) Wesentliche Kennzahlen für die Geschäftsjahre 2016, 2017 und 2018

In ihren geprüften und jeweils mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlüssen für die Geschäftsjahre 2016, 2017 und 2018 weist die ICAG für den Konzern folgende wesentlichen Eckdaten aus (Angaben jeweils gerundet und

mit Ausnahme der Arbeitnehmerzahl und angegebener Prozentsätze in Tausend EUR; Angaben nach HGB):

	2016	2017	2018
Bilanzsumme	11.061	6.049	6.869
davon Anteil des Eigenkapitals	50 (0,45%)	-	315 (4,59%)
Betriebsergebnis	-3.388	-1.350	-981
Konzernergebnis	-3.659	-1.632	-1.103
davon auf nicht beherrschende Gesellschafter entfallender Gewinn	0,0	0,0	0,0
Anzahl der (aktiven) Mitarbeiter im Jahresdurchschnitt	204	178	175

(b) Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation im Geschäftsjahr 2019

Zum Ende des dritten Quartals des Geschäftsjahres 2019 hat die IC Immobilien-Gruppe ihre Planung im Hinblick auf die geplanten Umsatzerlöse in Höhe von EUR 11,8 Mio. (Ist: EUR 11,7 Mio.) sowie die geplante Gesamtleistung in Höhe von EUR 11,8 Mio. (Ist: EUR 11,9 Mio.) erreicht. Das geplante EBITDA in Höhe von EUR -0,5 Mio. wurde mit einem erreichten EBITDA von EUR 0,2 Mio. übertroffen. Grund hierfür sind geringere Personal- sowie Sachaufwendungen, u.a. bedingt durch eine weiterhin unbesetzte Vorstandsposition, bis dato noch nicht umgesetzte, geplante Gehaltserhöhungen sowie die nicht erfolgten Mitarbeiterereinstellungen im Geschäftsbereich Vermietung.

(c) Ausblick auf die künftige Entwicklung

Der Vorstand der ICAG hat im Oktober 2019 eine Planungsrechnung für die IC Immobilien-Gruppe für die Jahre 2020 bis 2022 unter Anwendung von HGB aufgestellt, welche auch der Aufsichtsrat der Gesellschaft zur Kenntnis genommen hat. Auf Grundlage dieser Planungsrechnung ist für den von der Planungsrechnung erfassten Zeitraum Folgendes vorgesehen:

Es wird von Umsatzerlösen für das Jahr 2020 in Höhe von EUR 18,09 Mio. ausgegangen, die für das Jahr 2021 auf EUR 19,1 Mio. und für das Jahr 2022 auf EUR 20,18 Mio. steigen. Nach Abzug der Kosten für Personal- und Sachaufwand, der Fremdleistungen, Pensionsaufwendungen sowie Abschreibungen verbleibt ein Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) von TEUR -56 in 2020, TEUR 537 in 2021 und EUR 1,08 Mio. in 2022.

3. BESCHREIBUNG DER E.L.A. UND IHRER GESELLSCHAFTER

3.1 Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand der E.L.A.

Die E.L.A. hat ihren Sitz in Frankfurt am Main. Das Geschäftsjahr der Gesellschaft ist das Kalenderjahr. In § 2 des Gesellschaftsvertrags der E.L.A. ist der Gegenstand des Unternehmens wie folgt festgelegt:

„1) Gegenstand des Unternehmens ist die Verwaltung eigenen Vermögens, insbesondere der Erwerb und das Halten von Aktien und anderen Unternehmensbeteiligungen, sowie die Übernahme der persönlichen Haftung und der Geschäftsführung bei Handelsgesellschaften.

Die Gesellschaft kann sich an Unternehmen mit gleichem oder ähnlichem Gegenstand beteiligen und deren Geschäftsführung und Vertretung übernehmen. Sie kann Zweigniederlassungen errichten.

2) In diesem Rahmen kann die Gesellschaft alle Geschäfte tätigen, die dem Unternehmensgegenstand nach 1) förderlich und dienlich sind.“

3.2 Kapitalausstattung und Gesellschafter der E.L.A.

Das Stammkapital der E.L.A. beträgt EUR 25.000,00. Einzige Gesellschafterin der E.L.A. ist die FAY Invest AG mit Sitz in Cham, Schweiz, eingetragen im Handelsregister des Kantons Zug unter der Nummer CH-170.3.035.884-7.

3.3 Übersicht zu den Geschäftsaktivitäten der E.L.A.

Die E.L.A. hält bei Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts 2.925.369 auf den Inhaber lautende Stückaktien der ICAG. Die E.L.A. ist als reine Holding-Gesellschaft tätig und entfaltet keine eigene, nach außen gerichtete Geschäftstätigkeit.

3.4 Geschäftsentwicklung und Kennzahlen der E.L.A.

(a) Überblick

Die Geschäftsentwicklung und Kennzahlen der E.L.A. sind vom Erwerb ihrer Beteiligung an der ICAG und davon geprägt, dass ihr Vermögen im Wesentlichen aus ihrer Beteiligung an der ICAG besteht.

(b) Wesentliche Kennzahlen für das Geschäftsjahr 2018

In ihrem Jahresabschluss zum Geschäftsjahr 2018 weist die E.L.A. folgende wesentlichen Eckdaten aus (jeweils gerundet und mit Ausnahme angegebener Prozentsätze in Tausend EUR; Angaben nach HGB): Die Bilanzsumme betrug 17.755, wovon der Anteil des Eigenkapitals 0,1 % beträgt. Größter Posten auf der Aktivseite ist das Anlagevermögen mit einem Betrag von 17.732. Die Verbindlichkeiten der E.L.A. betragen 17.745.

(c) Ausblick auf die künftige Entwicklung

Die Geschäftsentwicklung und Kennzahlen der E.L.A. sind davon geprägt, dass ihr Vermögen im Wesentlichen aus ihrer Beteiligung an der ICAG besteht. Aufgrund der Planungen des Vorstands der ICAG für die IC Immobilien Gruppe rechnet die Geschäftsführung der E.L.A. in den nächsten Geschäftsjahren mit einer insgesamt positiven Entwicklung für die E.L.A., insbesondere mit moderat steigenden Umsatzerlösen und Ergebnissen vor Steuern (EBIT).

4. GRÜNDE FÜR DEN AUSSCHLUSS DER MINDERHEITSAKTIONÄRE DER ICAG

Gemäß §§ 327a ff. AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen des Hauptaktionärs beschließen, die Aktien der übrigen Aktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung zu übertragen. Die E.L.A. möchte als Hauptaktionärin der ICAG von dieser gesetzlich ausdrücklich vorgesehenen Möglichkeit Gebrauch machen. Eine sachliche Rechtfertigung für die Übertragung der Aktien auf die Hauptaktionärin verlangt das Gesetz nicht. Gleichwohl sollen im Folgenden die wesentlichen Gründe für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre erläutert werden:

4.1 Erhöhte Flexibilität

Durch den Ausschluss der Minderheitsaktionäre können Beschlüsse der Hauptversammlung der ICAG künftig kurzfristig und ohne aufwendige Vorbereitungen, wie sie für die Durchführung der Hauptversammlung einer Publikumsgesellschaft erforderlich sind, herbeigeführt werden. Dadurch wird es möglich, interne Reorganisationen (beispielsweise Formwechsel, Verschmelzungen, Ausgliederungen) oder sonstige Maßnahmen, die eine Einbeziehung der Hauptversammlung erfordern, flexibler zu planen und einfacher durchzuführen. Durch eine Reduzierung des formalen Aufwands wird es erleichtert, auf Änderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen schnell und unkompliziert zu reagieren. Auch personelle Änderungen in den Unternehmensorganen können ohne langwierigen Vorlauf umgesetzt werden.

4.2 Einsparung von Kosten

Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre führt ferner zur Einsparung laufender Kosten. So fallen die Kosten für die Einberufung und Durchführung der jährlichen ordentlichen Hauptversammlung der ICAG künftig nahezu vollständig weg. Neben den Kosten für die Veröffentlichung der Einladung im Bundesanzeiger, die Versendung von Unterlagen an Aktionäre und die Veranstaltung der Hauptversammlung als solcher betrifft dies insbesondere auch Kosten für die rechtliche Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung, sei es im Zusammenhang mit der Erstellung von Berichten an die Hauptversammlung oder mit der Aufbereitung der Informationen für Aktionärsfragen.

4.3 Erhöhte Transaktionssicherheit

Neben der größeren Flexibilität und der Kostenersparnis schafft der Ausschluss der Minderheitsaktionäre auch eine erhöhte Transaktionssicherheit, insbesondere weil die Gefahr von unbegründeten Anfechtungsklagen entfällt. In der Praxis lassen sich notwendige Umstrukturierungen oder Kapitalmaßnahmen, die der Zustimmung der Hauptversammlung bedürfen, wegen Anfechtungsklagen einzelner Minderheitsaktionäre oftmals nur mit großer zeitlicher Verzögerung durchsetzen. Gerichtliche Auseinandersetzungen zwischen der ICAG und ihren Minderheitsaktionären können einen erheblichen personellen und finanziellen Aufwand erfordern. Durch den Ausschluss der Minderheitsaktionäre entfallen diese Risiken und Nachteile insgesamt.

5. VORAUSSETZUNGEN FÜR DEN AUSSCHLUSS DER MINDERHEITSAKTIONÄRE DER ICAG

5.1 Überblick über die gesetzlichen Grundlagen

Gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Für die Feststellung, ob dem Hauptaktionär 95 % der Aktien gehören, gilt § 16 Abs. 2 und 4 AktG (§ 327a

Abs. 2 AktG). Welcher Anteil einem Aktionär am Grundkapital gehört, bestimmt sich danach bei Gesellschaften mit Stückaktien nach der Zahl der Aktien (§ 327a Abs. 2 AktG in Verbindung mit § 16 Abs. 2 Satz 1 AktG). Dabei gelten als Aktien, die einem Aktionär gehören, auch die Aktien, die einem von ihm abhängigen Unternehmen oder einem anderen für Rechnung des Aktionärs oder eines von diesem abhängigen Unternehmen gehören (§ 327a Abs. 2 AktG in Verbindung mit § 16 Abs. 4 AktG).

Der Hauptaktionär muss an den Vorstand der Gesellschaft das Verlangen richten, dass die Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt (§ 327a Abs. 1 Satz 1 AktG).

Der Hauptaktionär legt die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen (§ 327b Abs. 1 Satz 1 AktG). Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen auf Antrag des Hauptaktionärs vom Gericht ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer zu prüfen (§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG). Dieser hat über das Ergebnis seiner Prüfung einen schriftlichen Bericht zu erstatten (§ 327c Abs. 2 Satz 4 AktG).

Vor Einberufung der Hauptversammlung hat der Hauptaktionär dem Vorstand der Gesellschaft die Erklärung eines in der Bundesrepublik Deutschland zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergangenen Aktien zu zahlen (§ 327b Abs. 3 AktG).

Von der Einberufung der Hauptversammlung an sind in dem Geschäftsraum der Gesellschaft der Entwurf des Übertragungsbeschlusses, die Jahresabschlüsse und die Lageberichte für die letzten drei Geschäftsjahre der Gesellschaft, der Bericht des Hauptaktionärs nach § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG, sowie der nach § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG erstattete Bericht des vom Gericht ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfers zur Einsicht der Aktionäre auszulegen. Jedem Aktionär ist auf Verlangen unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen zu erteilen. Alternativ können die Unterlagen über die Internetseite der Gesellschaft zugänglich gemacht werden. In der Hauptversammlung müssen die genannten Unterlagen ebenfalls zugänglich sein (§ 327d AktG).

Die Hauptversammlung der Gesellschaft hat über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung zu beschließen. Für den Übertragungsbeschluss ist die einfache Stimmenmehrheit ausreichend. Wenn die Hauptversammlung die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär beschlossen hat, hat der Vorstand der Gesellschaft den Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der Gesellschaft anzumelden (§ 327e Abs. 1 Satz 1 AktG). Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen alle Aktien der Minderheitsaktionäre kraft Gesetzes auf den Hauptaktionär über (§ 327e Abs. 3 Satz 1 AktG). Mit dem Übergang der Aktien auf den Hauptaktionär erlangen die Inhaber der übergegangenen Aktien einen Anspruch gegen den Hauptaktionär auf Zahlung der festgelegten Barabfindung.

5.2 Eigenschaft der E.L.A. als Hauptaktionärin

Das Grundkapital der ICAG beträgt EUR 3.011.664,00 und ist eingeteilt in ebenso viele auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von EUR 1,00 je Aktie.

Die E.L.A. hält bei Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts 2.925.369 auf den Inhaber lautende Stückaktien der ICAG. Somit gehören der E.L.A. Aktien der ICAG in Höhe von mehr als 95 % des

Grundkapitals (im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 und Abs. 2 in Verbindung mit § 16 Abs. 2 und 4 AktG). Die E.L.A. ist Hauptaktionärin der ICAG.

5.3 Verlangen der E.L.A. auf Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien

Die E.L.A. hat dem Vorstand der ICAG mit Schreiben vom 1. Juli 2019 das Verlangen übermittelt, dass die Hauptversammlung der ICAG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der ICAG auf die E.L.A. als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt. Dieses Schreiben ist am selben Tag zugegangen. Es ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als Anlage 1 beigelegt.

Nach Festlegung der Höhe der Barabfindung hat die E.L.A. dieses Verlangen mit Schreiben vom 1. November 2019 unter Angabe der von ihr festgelegten Höhe der Barabfindung konkretisiert. Dieses Schreiben ist am selben Tag zugegangen. Es ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als Anlage 2 beigelegt.

5.4 Festlegung der angemessenen Barabfindung

Die E.L.A. hat als Hauptaktionärin der ICAG nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Höhe der für die Übertragung der ICAG-Aktien der Minderheitsaktionäre zu gewährenden Barabfindung festgelegt (siehe dazu unter Ziffer 9).

5.5 Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung und Prüfungsbericht

Die E.L.A. als Hauptaktionär hat beim zuständigen Landgericht Frankfurt am Main gemäß § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG beantragt, einen sachverständigen Prüfer zur Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung auszuwählen und zu bestellen. Die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main hat Warth & Klein Grant Thornton als sachverständigen Prüfer zur Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung ausgewählt und mit Beschluss vom 10. Juli 2019 bestellt. Der Bestellungsbeschluss ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als Anlage 4 beigelegt.

Der sachverständige Prüfer prüft die Angemessenheit der Barabfindung und erstattet über seine Prüfung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG einen Bericht (§ 327c Abs. 2 Satz 4 AktG in Verbindung mit § 293e AktG). Dieser Bericht wird den Aktionären der ICAG gemäß den gesetzlichen Bestimmungen ab dem Tag der Einberufung der Hauptversammlung der ICAG, die über die Übertragung der Aktien auf die E.L.A. als Hauptaktionärin beschließt, zugänglich gemacht (siehe dazu unter Ziffer 6.8).

5.6 Gewährleistung eines Kreditinstituts

Die gesetzlich geforderte Gewährleistungserklärung eines in der Bundesrepublik Deutschland zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts ist dem Vorstand der ICAG am 1. November 2019 übermittelt worden. Diese Erklärung ist am 1. November 2019 zugegangen.

Die Quirin hat am 1. November 2019 nach Festlegung der Barabfindung durch die Hauptaktionärin ein solches Zahlungsversprechen für die Erfüllung der Verpflichtung der E.L.A. abgegeben, allen Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das für die ICAG zuständige Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen. Diese Gewährleistungserklärung, die diesem Übertragungsbericht in Kopie als Anlage 5 beigelegt ist, gibt den Minderheitsaktionären der ICAG einen unmittelbaren, unbedingten und unwiderruflichen Anspruch auf Zahlung der Barabfindung gegen die Quirin ab Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das für die ICAG zuständige Handelsregister.

Im Einklang mit den von der Rechtsprechung bestätigten gesetzlichen Vorgaben beschränkt sich die Gewährleistungserklärung auf die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung. Hieraus folgt für den Fall, dass ein Gericht im Rahmen eines Spruchverfahrens die Angemessenheit der Barabfindung nachträglich höher festlegen sollte, dass der Differenzbetrag nicht von der Gewährleistungserklärung umfasst ist. Auch die Verpflichtung der E.L.A. zur Verzinsung der Barabfindung gemäß § 327b Abs. 2 AktG ist dementsprechend nicht von der Gewährleistungserklärung umfasst.

5.7 Übertragungsbericht der E.L.A. als Hauptaktionärin

Die E.L.A. erstattet als Hauptaktionärin diesen Übertragungsbericht gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG. In diesem Bericht werden insbesondere – wie gesetzlich vorgesehen – die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet. Dieser Bericht wird den Aktionären der ICAG gemäß den gesetzlichen Bestimmungen ab dem Tag der Einberufung der Hauptversammlung der ICAG, die über die Übertragung der Aktien auf die E.L.A. als Hauptaktionärin beschließt, zugänglich gemacht (siehe dazu nachfolgend unter Ziffer 5.8).

5.8 Zugänglichmachung von Unterlagen zur Vorbereitung und Abhaltung der Hauptversammlung der ICAG

Der Entwurf des Übertragungsbeschlusses, dieser Übertragungsbericht (d. h. der Bericht der Hauptaktionärin gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG), der Bericht des sachverständigen Prüfers Warth & Klein Grant Thornton gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG, die Jahresabschlüsse und Lageberichte der ICAG sowie die Konzernabschlüsse und die Konzernlageberichte für den ICAG-Konzern für die Geschäftsjahre 2016, 2017 und 2018 sind ab dem Zeitpunkt der Einberufung der Hauptversammlung über die Internetseite der ICAG (www.ic-group.de) zugänglich. Die Unterlagen werden auch in der für den 17. Dezember 2019 vorgesehenen außerordentlichen Hauptversammlung zugänglich sein.

5.9 Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung der ICAG

Die für den 17. Dezember 2019 vorgesehene außerordentliche Hauptversammlung der ICAG soll über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die E.L.A. als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Die E.L.A. hat der ICAG den folgenden Entwurf eines Übertragungsbeschlusses übermittelt:

„Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der IC Immobilien Holding AG mit Sitz in Frankfurt am Main werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären (§§ 327a ff. AktG) auf die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH mit Sitz in Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 116692, als Hauptaktionärin der IC Immobilien Holding AG übertragen. Die Übertragung erfolgt gegen Gewährung einer von der E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH zu zahlenden Barabfindung in Höhe von EUR 7,19 je auf den Inhaber lautende Stückaktie.“

Wesentlicher Inhalt dieses Beschlusses ist demzufolge die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen ICAG-Aktien auf die E.L.A. als Hauptaktionärin gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 7,19 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der ICAG. Der Beschluss erfüllt mithin alle gesetzlichen Voraussetzungen des § 327a Abs. 1 AktG. Der Beschluss der Hauptversammlung der ICAG zur Übertragung der ICAG-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die E.L.A. bedarf nach § 133 Abs. 1 AktG der Mehrheit der abgegebenen Stimmen (einfache Stimmenmehrheit). Bei der Beschlussfassung ist die E.L.A. stimmberechtigt; ein Stimmrechtsausschluss besteht nach aktienrechtlichen Vorschriften nicht.

5.10 Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister

Nachdem die Hauptversammlung der ICAG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die E.L.A. als Hauptaktionärin beschlossen hat, hat der Vorstand der ICAG den Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das zuständige Handelsregister der ICAG anzumelden (§ 327e Abs. 1 Satz 1 AktG). Zuständig ist dabei das Handelsregister beim Amtsgericht Frankfurt am Main.

Dabei hat der Vorstand nach § 327e Abs. 2 AktG in Verbindung mit § 319 Abs. 5 Satz 1 AktG zu erklären, dass eine Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses nicht oder nicht fristgemäß erhoben oder eine solche Klage rechtskräftig abgewiesen oder zurückgenommen worden ist (nachfolgend „**Negativerklärung**“). Liegt die Negativerklärung nicht vor, so darf der Übertragungsbeschluss grundsätzlich nicht eingetragen werden (§ 327e Abs. 2 AktG in Verbindung mit § 319 Abs. 5 Satz 2 AktG).

Trotz fehlender Negativerklärung kann die Eintragung des Übertragungsbeschlusses jedoch unter anderem dann erfolgen, wenn zwar Klagen gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses erhoben wurden, das nach § 327e Abs. 2 AktG in Verbindung mit § 319 Abs. 6 Satz 1 AktG zuständige Oberlandesgericht Frankfurt am Main aber durch Beschluss festgestellt hat, dass die Erhebung der Klagen der Eintragung nicht entgegensteht. Ein solcher Beschluss ist gemäß § 327e Abs. 2 AktG in Verbindung mit § 319 Abs. 6 Satz 9 AktG unanfechtbar. Ein solcher Beschluss (sogenannte Freigabeentscheidung) ergeht gemäß § 327e Abs. 2 AktG in Verbindung mit § 319 Abs. 6 Satz 3 AktG, wenn (i) die Klage unzulässig oder offensichtlich unbegründet ist, (ii) der Kläger nicht binnen einer Woche nach Zustellung des Antrags durch Urkunden nachgewiesen hat, dass er seit Bekanntmachung der Einberufung einen anteiligen Betrag von mindestens EUR 1.000 hält, oder (iii) das alsbaldige Wirksamwerden des Hauptversammlungsbeschlusses vorrangig erscheint, weil die vom Antragsteller dargelegten wesentlichen Nachteile für die Gesellschaft und ihre Aktionäre nach freier Überzeugung des Gerichts die Nachteile für den Antragsgegner überwiegen, es sei denn, es liegt eine besondere Schwere des Rechtsverstoßes vor.

Die von der Hauptversammlung beschlossene Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die E.L.A. wird mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das für die ICAG zuständige Handelsregister wirksam.

6. AUSWIRKUNGEN DES AUSSCHLUSSES DER MINDERHEITSAKTIONÄRE

6.1 Übergang der Aktien auf die Hauptaktionärin

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das zuständige Handelsregister der ICAG gehen gemäß § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG die von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien kraft Gesetzes auf die E.L.A. als Hauptaktionärin der ICAG über. Einer gesonderten Übertragungshandlung durch die E.L.A. oder die Minderheitsaktionäre bedarf es nicht. Über die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister werden die Minderheitsaktionäre durch öffentliche Bekanntmachung informiert.

Mit der vorgenannten Bekanntmachung werden weitere Einzelheiten zur wertpapiertechnischen Abwicklung und zum Erhalt der Barabfindung bekannt gegeben. Auch alle inländischen Depotbanken werden über die Barabfindung und die Einzelheiten der wertpapiertechnischen Abwicklung unterrichtet. Die Eintragung des Übertragungsbeschlusses ins Handelsregister wird im Übrigen durch das Registergericht gemäß § 10 Abs. 1 HGB in dem von der Landesjustizverwaltung bestimmten elektronischen Informations- und Kommunikationssystem (www.registerbekanntmachungen.de) bekannt gemacht werden. Die Eintragung gilt mit der elektronischen Bekanntmachung als bekannt gemacht.

Gemäß § 327e Abs. 3 Satz 2 AktG verbrieften ausgegebene Aktienurkunden nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses bis zu ihrer Aushändigung an den Hauptaktionär nur den Anspruch auf Barabfindung. Die ICAG hat keine Einzel-Aktienurkunden ausgegeben. Vielmehr sind sämtliche Aktien der ICAG durch Sammelurkunden verbrieft, die bei der Clearstream Banking AG verwahrt werden. Die Minderheitsaktionäre sind in Höhe ihrer jeweiligen Beteiligung Miteigentümer der bei der Clearstream Banking AG verwahrten Sammelurkunden. Der mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses ins Handelsregister kraft Gesetzes erfolgende Übergang der Aktionärsstellung auf den Hauptaktionär führt in Abweichung von der allgemeinen Regelung des § 952 Abs. 2 BGB nicht dazu, dass die Minderheitsaktionäre diese Miteigentümerstellung verlieren. Vielmehr geht die E.L.A. davon aus, dass – auch wenn § 327e Abs. 3 Satz 2 AktG keine ausdrückliche Regelung für den Fall des Miteigentums an bei der Clearstream Banking AG verwahrten Sammelurkunden enthält – bis zur Zahlung der Barabfindung die früheren Minderheitsaktionäre nach wie vor Miteigentümer an den bis zur Eintragung des Übertragungsbeschlusses ihre Aktien verbrieften Globalurkunden sind. Diese Globalurkunden verbrieften insoweit ab Eintragung des Übertragungsbeschlusses den Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Barabfindung. Das Miteigentum an den Globalurkunden geht insoweit erst mit der Zahlung der festgelegten Barabfindung auf die E.L.A. über.

Sofern Aktionäre der Ansicht sein sollten, dass die von der E.L.A. als Hauptaktionärin festgelegte Höhe der Barabfindung zu ihren Lasten unangemessen niedrig sei, haben sie die Möglichkeit, die Angemessenheit in einem Spruchverfahren nach § 327f Satz 2 AktG in Verbindung mit §§ 1 ff. des Spruchverfahrensgesetzes (SpruchG) gerichtlich überprüfen zu lassen (siehe dazu unter Ziffer 9). Hingegen ist eine Anfechtung des Übertragungsbeschlusses mit der Begründung, dass die durch den Hauptaktionär festgelegte Barabfindung nicht angemessen sei, für die Aktionäre der IC gesetzlich ausgeschlossen (§ 327f Satz 1 AktG).

6.2 Anspruch auf Barabfindung

Mit dem Übergang der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die E.L.A., also mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das für die ICAG zuständige Handelsregister, entsteht ein Barabfindungsanspruch der Minderheitsaktionäre gegen die E.L.A. Jeder Minderheitsaktionär der ICAG erhält für je eine auf den Inhaber lautende Stückaktie der ICAG mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von EUR 1,00 einen Betrag in Höhe von EUR 7,19.

Die Barabfindung wird gemäß § 327b Abs. 2 AktG von der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das für die ICAG zuständige Handelsregister nach § 10 HGB an mit jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB verzinst. Maßgeblich ist dabei der Ablauf des Tages, an welchem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister über das von der Landesjustizverwaltung bestimmte elektronische Informations- und Kommunikationssystem (www.registerbekanntmachungen.de) bekannt gemacht worden ist.

Der Barabfindungsanspruch verjährt innerhalb von drei Jahren (§ 195 BGB) ab dem Schluss des Jahres, in dem der Übertragungsbeschluss in das Handelsregister eingetragen worden ist und der jeweilige Minderheitsaktionär davon erfahren hat oder ohne grobe Fahrlässigkeit hätte erfahren müssen. Dies ist spätestens mit der Bekanntmachung der Eintragung (§ 10 HGB) der Fall (§ 199 Abs. 1 BGB). Während der Dauer eines Spruchverfahrens (siehe dazu unter Ziffer 9) ist die Verjährung analog § 204 Abs. 1 Nr. 1 BGB gehemmt, so dass die Verfahrenszeit in die Verjährungsfrist nicht eingerechnet wird (§ 209 BGB).

Für den Fall, dass in einem gerichtlichen Spruchverfahren gemäß § 327f AktG in Verbindung mit §§ 1 ff. SpruchG für die Minderheitsaktionäre der ICAG rechtskräftig eine höhere als die festgelegte Abfindung festgelegt wird, wird diese höhere Abfindung von der E.L.A. allen berechtigten Aktionären der ICAG gewährt werden.

6.3 Zahlung der Barabfindung (banktechnische Abwicklung)

Die E.L.A. hat die Quirin als Zentralabwicklungsstelle mit der wertpapiertechnischen Abwicklung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre sowie mit der Auszahlung der Barabfindung beauftragt. Aktionäre der ICAG, die ihre girosammelverwahrten Aktien bei einem deutschen Kreditinstitut verwahren, brauchen hinsichtlich der Entgegennahme der Barabfindung nichts zu veranlassen. Die Auszahlung der Barabfindung erfolgt unverzüglich nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister am Sitz der ICAG Zug um Zug gegen Übertragung des Miteigentumsanteils (und des Mitbesitzes) des jeweiligen Minderheitsaktionärs an der Sammelurkunde, mithin gegen Ausbuchung der Aktien durch die jeweilige Depotbank; die Entgegennahme der Barabfindung ist für diese Aktionäre der ICAG provisions- und spesenfrei.

6.4 Beendigung des Handels der ICAG-Aktien im (börslichen) Freiverkehr

Mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses werden kraft Gesetzes alle Aktien der Minderheitsaktionäre der ICAG auf die E.L.A. übergehen. Die Wertpapierbörsen, an denen die ICAG-Aktien in die Preisfeststellung im Freiverkehr einbezogen sind, werden über den Übergang der Aktien der Minderheitsaktionäre informiert. Die E.L.A. geht davon aus, dass die Preisfeststellung der ICAG-Aktien im Freiverkehr von den betroffenen Börsen voraussichtlich kurze Zeit nach dem Wirksamwerden des Squeeze-out ausgesetzt bzw. eingestellt werden wird und die Einbeziehung der Aktien in die Preisfeststellung im Freiverkehr in der Folgezeit endet. Nach dem Wirksamwerden des Squeeze-out gegebenenfalls noch stattfindender Handel der ICAG-Aktien ist ein Handel mit Barabfindungsansprüchen der Minderheitsaktionäre.

Weitere Einzelheiten bezüglich des Zeitpunkts der Einstellung der Einbeziehung der Aktien in die Preisfeststellung im Freiverkehr und bezüglich der Abwicklung werden den Minderheitsaktionären unverzüglich nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das zuständige Handelsregister der ICAG durch gesonderte öffentliche Bekanntmachung, insbesondere im Bundesanzeiger (www.bundesanzeiger.de) mitgeteilt.

6.5 Steuerliche Auswirkungen für die Aktionäre

(a) Allgemeines

Die nachfolgenden Ausführungen enthalten eine kurze Zusammenfassung einiger wichtiger deutscher Besteuerungsgrundsätze, die im Zusammenhang mit dem Übergang der Aktien auf den Hauptaktionär für in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtige Minderheitsaktionäre relevant sein können.

Die Beschreibung der steuerlichen Auswirkungen beschränkt sich auf in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtige Minderheitsaktionäre. Wenn eine unbeschränkte Steuerpflicht nicht besteht, hängen die steuerlichen Auswirkungen neben den besonderen Vorschriften des deutschen Steuerrechts vom Steuerrecht des Staates ab, in dem der jeweilige Minderheitsaktionär ansässig ist (nachfolgend „**Ansässigkeitsstaat**“), sowie von den Regelungen eines gegebenenfalls zwischen Deutschland und dem Ansässigkeitsstaat des Minderheitsaktionärs bestehenden Abkommens zur Vermeidung der Doppelbesteuerung.

Des Weiteren werden Besonderheiten bei Aktien, deren Veräußerung nach dem Umwandlungssteuergesetz zu einem Einbringungsgewinn I oder II führen würde, sowie eine mögliche Begünstigung nicht aus dem Betrieb entnommener Gewinne nach § 34a des Einkommensteuergesetzes (EStG), sowie Sonderregelungen für bestimmte Unternehmen des Finanz- und Versicherungssektors nicht dargestellt.

Die Darstellung bezieht sich grundsätzlich nur auf die in Deutschland anfallende Körperschaftsteuer, Einkommensteuer und Gewerbesteuer und behandelt nur einige wesentliche Aspekte dieser Steuerarten. In Zweifelsfragen sollte unbedingt ein steuerlicher Berater konsultiert werden.

Grundlage dieser Zusammenfassung ist das zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts geltende deutsche Steuerrecht. Dieses kann sich – unter Umständen auch rückwirkend – ändern.

Eine Gewähr für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Zusammenfassung wird nicht übernommen. Die steuerlichen Erläuterungen in diesem Übertragungsbericht ersetzen keine persönliche Steuerberatung. Es wird jedem Minderheitsaktionär daher angeraten, einen Steuerberater zu den sich für ihn individuell aus dem Squeeze-out ergebenden steuerlichen Auswirkungen zu konsultieren. Nur dieser ist in der Lage, die besonderen steuerlichen Verhältnisse des jeweiligen Minderheitsaktionärs angemessen zu bewerten.

(b) Besteuerung des Gewinns aus der Übertragung der Aktien

Die Übertragung von Aktien gegen Barabfindung nach § 327a AktG stellt für die Minderheitsaktionäre steuerlich eine Veräußerung der Aktien dar.

Ein Veräußerungsgewinn wird erzielt, wenn die Barabfindung in Höhe von EUR 7,19 je ICAG-Aktie abzüglich etwaiger damit im Zusammenhang stehender Veräußerungskosten die steuerlichen Anschaffungskosten oder den steuerlichen Buchwert bei dem jeweiligen Minderheitsaktionär für die betreffenden Aktien übersteigt. Beträgt die Barabfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten weniger als die Anschaffungskosten oder der Buchwert der Aktien bei dem Minderheitsaktionär, entsteht ein Veräußerungsverlust.

Die steuerliche Erfassung eines Veräußerungsgewinnes sowie die steuerliche Geltendmachung eines Veräußerungsverlustes hängt davon ab, ob die Aktien vor der Übertragung auf die E.L.A. dem Privat- oder dem Betriebsvermögen des betreffenden Minderheitsaktionärs zuzuordnen sind.

(i) Aktien im Privatvermögen, die vor dem 1. Januar 2009 erworben wurden

Ist der Minderheitsaktionär eine natürliche Person, die in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtig ist, also in Deutschland ihren Wohnsitz oder gewöhnlichen Aufenthalt hat, und hält er die Aktien in seinem Privatvermögen, so hängt die Besteuerung eines Gewinns aus der Übertragung der Aktien davon ab, ob er die Aktien vor dem 1. Januar 2009 erworben hat oder nicht.

Bei vor dem 1. Januar 2009 erworbenen Aktien ist ein Gewinn aus der Übertragung der Aktien nur dann einkommensteuerpflichtig, wenn der Minderheitsaktionär zu irgendeinem Zeitpunkt während der der Übertragung vorangegangenen fünf Jahre zu mindestens 1 % unmittelbar oder mittelbar am Kapital der ICAG beteiligt war (nachfolgend „**Wesentliche Beteiligung**“), wobei im Falle eines unentgeltlichen Erwerbes durch den Minderheitsaktionär die Besitzzeit und die Beteiligungsquote seines Rechtsvorgängers bzw. – bei mehreren unentgeltlichen Übertragungen hintereinander – der Rechtsvorgänger des Minderheitsaktionärs mit berücksichtigt werden. Gewinne aus der Veräußerung einer Wesentlichen Beteiligung sind in diesem Fall zu 60 % steuerpflichtig (Teileinkünfteverfahren). Veräußerungsverluste und Aufwendungen, die im wirtschaftlichen Zusammenhang mit der Übertragung stehen, können in diesem Fall zu 60 % steuerlich geltend gemacht werden.

War der Minderheitsaktionär und bei unentgeltlichem Erwerb sein Rechtsvorgänger zu keinem Zeitpunkt während der fünf Jahre vor der Übertragung mindestens mit 1 % unmittelbar oder mittelbar am Kapital der ICAG beteiligt, bleibt ein etwaiger Veräußerungsgewinn bzw. -verlust bei vor dem 1. Januar 2009 erworbenen Aktien steuerrechtlich unbeachtlich.

(ii) Aktien im Privatvermögen, die nach dem 31. Dezember 2008 erworben wurden

Der Gewinn aus der Übertragung von Aktien, die nach dem 31. Dezember 2008 erworben wurden, unterliegt grundsätzlich unabhängig von der Haltedauer der Abgeltungsteuer. Die Abgeltungsteuer wird, vorbehaltlich bestimmter Ausnahmen, im Wege des Kapitalertragsteuerabzugs durch die den Verkauf durchführende inländische auszahlende Stelle (Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut, Wertpapierhandelsunternehmen oder Wertpapierhandelsbank) für Rechnung des Minderheitsaktionärs einbehalten. Zusätzlich wird von Minderheitsaktionären, welche einer kirchensteuererhebenden Religionsgemeinschaft angehören, Kirchensteuer als Zuschlag zur Kapitalertragsteuer einbehalten, sofern der jeweilige Minderheitsaktionär keinen Widerspruch gegen die Weitergabe der Informationen zur Religionszugehörigkeit gegenüber dem Bundeszentralamt für Steuern nach amtlich vorgeschriebenem Vordruck (Sperrvermerk) erklärt. Der Abgeltungsteuersatz beträgt 25 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag (und gegebenenfalls Kirchensteuer), d. h. insgesamt 26,375 % (gegebenenfalls zuzüglich Kirchensteuer) der maßgeblichen Bruttoerträge.

Der Minderheitsaktionär kann von seinen im Veranlagungszeitraum insgesamt erzielten Kapitaleinkünften einen Sparer-Pauschbetrag von EUR 801 (bzw. EUR 1.602 für zusammen veranlagte Ehegatten) pro Kalenderjahr in Abzug bringen; der Abzug der tatsächlichen Werbungskosten ist ausgeschlossen.

Veräußerungsverluste aus Aktien dürfen ausschließlich mit Veräußerungsgewinnen aus Aktien, nicht aber mit anderen Einkünften aus Kapitalvermögen, etwa bezogenen Dividenden, und auch nicht mit Einkünften aus anderen Einkunftsarten verrechnet werden (Verlustverrechnungsbeschränkung). Nicht ausgeglichene Veräußerungsverluste aus Aktien können allein in künftige Veranlagungszeiträume vorgetragen, nicht aber zurückgetragen werden; diese Beträge werden gesondert festgestellt.

Mit dem Steuerabzug ist die Einkommensteuer auf die Veräußerungserlöse abgegolten, d. h. diese Einkunftsbestandteile müssen, vorbehaltlich bestimmter Ausnahmen, nicht mehr in der persönlichen Steuererklärung des Minderheitsaktionärs angegeben werden.

Der Minderheitsaktionär kann beantragen, dass der Gewinn aus der Übertragung der Aktien anstelle der Abgeltungsbesteuerung nach den allgemeinen Regelungen zur Ermittlung der tariflichen Einkommensteuer veranlagt wird, wenn dies zu einer niedrigeren Steuerbelastung führt.

Der Gewinn aus der Veräußerung einer Wesentlichen Beteiligung unterliegt nicht der Abgeltungsteuer. Hier findet das Teileinkünfteverfahren Anwendung. Eine etwaige auf den Veräußerungsgewinn erhobene Kapitalertragsteuer (inklusive Solidaritätszuschlag und gegebenenfalls Kirchensteuer) hat keine abgeltende Wirkung und wird bei der Steuerveranlagung des Minderheitsaktionärs auf dessen Steuerschuld angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet. Der Sparer-Pauschbetrag wird nicht zusätzlich gewährt.

(iii) Aktien im Betriebsvermögen

Die Besteuerung von Aktien, die von dem Minderheitsaktionär in einem Betriebsvermögen gehalten werden, hängt davon ab, ob der Minderheitsaktionär eine Körperschaft, eine natürliche Person oder eine gewerblich tätige oder gewerblich geprägte Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft) ist. Diese Unterscheidung hat auch Bedeutung für die Frage, ob der Veräußerungsgewinn dem Kapitalertragsteuerabzug unterliegt (siehe dazu nachfolgend unter Buchstabe (D)).

(A) Minderheitsaktionär ist eine Körperschaft

Der Gewinn aus der Übertragung der Aktien ist grundsätzlich zu 95 % von der Körperschaftsteuer und dem Solidaritätszuschlag sowie der Gewerbesteuer befreit. 5 % des Gewinns gelten pauschal als nicht abzugsfähige Betriebsausgaben und unterliegen daher bei einer nicht steuerbefreiten Körperschaft der Körperschaftsteuer zu einem Steuersatz von 15 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag (Gesamtsteuersatz 15,825 %) und, wenn die Aktien zu einem inländischen gewerblichen Betriebsvermögen gehören, der Gewerbesteuer. Eine Mindestbeteiligungsgrenze oder eine Mindesthaltezeit ist nicht zu beachten. Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten Aktien stehen, dürfen steuerlich nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden. Etwaige im Zusammenhang mit der Veräußerung anfallende Betriebsausgaben können allerdings ohne betragliche Beschränkung abgezogen werden.

(B) Minderheitsaktionär ist eine natürliche Person

Ein Gewinn aus der Übertragung von Aktien, die von einer natürlichen Person (Einzelunternehmer) im Betriebsvermögen gehalten werden, unterliegt in Deutschland der Einkommensteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag) sowie der Gewerbesteuer, wenn die Aktien einer inländischen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs zuzurechnen sind.

Der Gewinn aus der Übertragung der Aktien ist zu 60 % steuerpflichtig (Teileinkünfteverfahren). Aufwendungen, die mit dem Gewinn in wirtschaftlichem Zusammenhang stehen, können zu 60 % steuermindernd berücksichtigt werden. Die Besteuerung erfolgt nach dem persönlichen progressiven Steuersatz des Minderheitsaktionärs.

Die Gewerbesteuer ist grundsätzlich im Wege eines pauschalierten Anrechnungsverfahrens vollständig oder teilweise auf die persönliche Einkommensteuer des Minderheitsaktionärs anrechenbar.

(C) Minderheitsaktionär ist eine Personengesellschaft

Ist der Minderheitsaktionär eine Personengesellschaft, so werden die Besteuerungsgrundlagen der Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer zwar auf Ebene der Personengesellschaft einheitlich und gesondert festgestellt, Einkommen- und Körperschaftsteuer fällt allerdings nur auf Ebene des jeweiligen Gesellschafters der Personengesellschaft an. Die Besteuerung folgt dabei den oben unter (A) und (B) beschriebenen Grundsätzen, die gelten würden, wenn der Gesellschafter unmittelbar Minderheitsaktionär der ICAG wäre.

Zusätzlich unterliegt der Gewinn aus der Übertragung bei Zurechnung der Aktien zu einer inländischen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs der Personengesellschaft bei dieser der Gewerbesteuer. Soweit der Gewinn auf natürliche Personen entfällt, ist er zu 60 %, soweit er auf Kapitalgesellschaften entfällt, zu 5 % gewerbesteuerpflichtig.

Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten Aktien stehen, bleiben für Zwecke der Gewerbesteuer unberücksichtigt, soweit sie auf eine Körperschaft als Gesellschafter entfallen, und werden zu 60 % berücksichtigt, soweit sie auf eine natürliche Person als Gesellschafter entfallen.

Sonstige im Zusammenhang mit der Veräußerung anfallende Betriebsausgaben können bei Beteiligung einer Kapitalgesellschaft ohne betragliche Beschränkung, bei Beteiligung einer natürlichen Person zu 60 % abgezogen werden.

Soweit natürliche Personen an der Personengesellschaft beteiligt sind, wird die auf der Ebene der Personengesellschaft anfallende Gewerbesteuer grundsätzlich im Wege eines pauschalierten Anrechnungsverfahrens vollständig oder teilweise auf ihre persönliche Einkommensteuer angerechnet.

(D) Kapitalertragsteuer

Veräußerungsgewinne aus Aktien, die von unbeschränkt steuerpflichtigen Körperschaften gehalten werden, unterliegen grundsätzlich nicht dem Kapitalertragsteuerabzug. Dasselbe gilt bei natürlichen Personen oder Personengesellschaften, wenn der Veräußerungserlös zu den Betriebseinnahmen eines inländischen Betriebs gehört und der Aktionär dies gegenüber der auszahlenden Stelle nach amtlich vorgeschriebenem Vordruck erklärt. In allen anderen Fällen hat die den Verkauf durchführende inländische auszahlende Stelle (Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut, Wertpapierhandelsunternehmen, Wertpapierhandelsbank) bei Veräußerung von nach dem 31. Dezember 2008 erworbenen Aktien Kapitalertragsteuer in Höhe von 25 % (zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag, insgesamt also 26,375 %) einzubehalten. Die einbehaltene Kapitalertragsteuer und der einbehaltene Solidaritätszuschlag haben bei im Betriebsvermögen gehaltenen Aktien keine abgeltende Wirkung, sondern sie werden nur auf die Steuerschuld des Veräußerers aus Einkommen- oder Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überschusses erstattet.

7. ERLÄUTERUNG UND BEGRÜNDUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

7.1 Vorbemerkung

Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre erfolgt gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung. Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG wird die Barabfindung von der Hauptaktionärin festgelegt. Sie hat die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung zu berücksichtigen. Tag der geplanten Hauptversammlung der ICAG, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die E.L.A. beschließen soll, ist der

17. Dezember 2019 (nachfolgend „Bewertungstichtag“). Die E.L.A. hat als angemessene Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG einen Betrag von

EUR 7,19 je auf den Inhaber lautende Stückaktie

der ICAG festgelegt.

7.2 Ermittlung und Festlegung der Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG

Zu ihrer Unterstützung hat die E.L.A. EY beauftragt, die den Minderheitsaktionären der ICAG gemäß § 327a Abs. 1 AktG zu gewährende angemessene Barabfindung zu ermitteln. Dazu hat EY auftragsgemäß den anteiligen objektivierten Unternehmenswert der ICAG je Stückaktie unter Beachtung der im Standard IDW S 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. in der Fassung vom 2. April 2008 niedergelegten Grundsätze (IDW S 1) als neutraler Gutachter ermittelt.

Die der Ermittlung zu Grunde liegenden Bewertungsarbeiten hat EY in den Monaten September bis Oktober 2019 durchgeführt und ihre Ergebnisse in der Gutachtlichen Stellungnahme vom 1. November 2019 „zur Ermittlung des Unternehmenswerts der IC Immobilien Holding AG, Frankfurt am Main, und zur angemessenen Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG“ dargelegt. EY kommt in der Gutachtlichen Stellungnahme zu dem Schluss, dass sich der objektivierte Unternehmenswert der ICAG zum Bewertungstichtag 17. Dezember 2019 auf EUR 21,644 Mio. beläuft. Dies entspricht einem anteiligen Unternehmenswert je ICAG-Aktie in Höhe von EUR 7,19. Den maßgeblichen gewichteten Börsenkurs der ICAG-Aktie hat EY auf EUR 3,97 ermittelt. Da der maßgebliche gewichtete Börsenkurs damit unter dem vorgenannten anteiligen Unternehmenswert liegt, kommt EY in der Gutachtlichen Stellungnahme zu dem Ergebnis, dass die angemessene Barabfindung im Sinne von § 327b Abs. 1 AktG EUR 7,19 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der ICAG beträgt.

Soweit im Folgenden nicht ausdrücklich anders angegeben, macht die E.L.A. sich die Ausführungen von EY und das Ergebnis der Gutachtlichen Stellungnahme von EY inhaltlich vollständig zu eigen und hat die den Aktionären gemäß § 327a Abs. 1 AktG zu gewährende angemessene Barabfindung auf EUR 7,19 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der ICAG festgelegt. Die Gutachtliche Stellungnahme von EY ist in vollständiger Fassung als Anlage 3 diesem Übertragungsbericht beigelegt und ist damit Bestandteil dieses Übertragungsberichts. Für die Festlegung der Barabfindung durch die E.L.A. waren insbesondere die folgenden Erwägungen maßgeblich:

(a) Unternehmenswert der ICAG

Die Unternehmensbewertung durch EY ist unter Beachtung der in Praxis und Rechtsprechung anerkannten Grundsätze IDW S 1 erfolgt. Die Bewertung erfolgte auf den Tag der geplanten Hauptversammlung der ICAG, den 17. Dezember 2019. Den objektivierten Unternehmenswert hat EY mit Hilfe des in der Praxis der Unternehmensbewertung gebräuchlichen Ertragswert-Verfahrens ermittelt. EY kommt in ihrer Gutachtlichen Stellungnahme zu dem Schluss, dass sich der objektivierte Unternehmenswert der ICAG zum Bewertungstichtag 17. Dezember 2019 auf EUR 21,644 Mio. beläuft. Da die ICAG keine eigenen Aktien hält, entspricht dies einem anteiligen Unternehmenswert je ICAG-Aktie in Höhe von EUR 7,19.

(b) Börsenkurs der ICAG-Aktie

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts und des Bundesgerichtshofs darf die Bemessung der Barabfindung beim Ausschluss der Minderheitsaktionäre nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Barabfindung erfolgen, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt (Beschluss des

Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.; Beschluss des Bundesgerichtshofs vom 12. März 2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 ff.; Beschluss des Bundesgerichtshofs vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09, BGHZ 186, 229 ff.). Es ist umstritten, ob diese Rechtsprechung auch auf den Fall anzuwenden ist, dass eine Aktie – wie im Fall der ICAG-Aktie – an den Börsen ausschließlich im Freiverkehr gehandelt wird.

Hinsichtlich der Frage nach dem relevanten Referenzzeitraum hat der Bundesgerichtshof mit Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 (BGHZ 186, 229 ff.) – in Abweichung zu seinem Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 (maßgeblich war danach der Drei-Monats-Durchschnittskurs abgeleitet über einen Zeitraum von drei Monaten unmittelbar vor der Hauptversammlung) – entschieden, dass der der Barabfindung als Untergrenze zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich auf Basis eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln ist. Der Bundesgerichtshof bezieht sich in seiner Begründung unter anderem auf die normative Wertung in § 5 Abs. 1 der Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-AngVO), wonach es für den Mindestangebotspreis bei Übernahme- und Pflichtangeboten auf den gewichteten Durchschnittskurs der drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots bzw. vor Veröffentlichung des Erreichens der Kontrollschwelle ankommt.

Auch mit dem Börsenkurs soll, so der Bundesgerichtshof, der Verkehrswert der Aktie ermittelt werden, den sie ohne die anstehende Strukturmaßnahme hätte. Ab Bekanntwerden der Maßnahme wird diese aber in den Kurs eingepreist, so dass dieser Kurs nicht mehr den Verkehrswert ohne die Maßnahme widerspiegelt. Soweit die Aktie ausschließlich im Freiverkehr gehandelt wird, kann nichts anderes gelten.

Vorliegend wurde die Einleitung des Squeeze-out-Verfahrens am 1. Juli 2019 bekanntgemacht, so dass der Referenzzeitraum der Zeitraum vom 1. April 2019 bis zum 1. Juli 2019 ist. Abstellend auf diesen Zeitraum kommt EY in ihrer Gutachtlichen Stellungnahme zu dem Schluss dass der maßgebliche Börsenkurs EUR 3,97 je ICAG-Aktie beträgt.

(c) Schlussbemerkung

Die Ermittlung des Unternehmenswerts ist aus Sicht der E.L.A. methodisch und rechnerisch zutreffend. Die E.L.A. macht sich deshalb die Ausführungen der diesem Vertragsbericht als Anlage 3 beigefügten Gutachtlichen Stellungnahme von EY insoweit inhaltlich vollständig zu eigen und zum Gegenstand dieses Übertragungsberichts.

Es ist allerdings zweifelhaft, ob der Börsenkurs der ICAG-Aktie als Referenzgröße herangezogen werden kann. Es ist umstritten, ob die Rechtsprechung des BGH auch auf den Fall anzuwenden ist, dass eine Aktie – wie im Fall der ICAG-Aktie – an den Börsen ausschließlich im Freiverkehr gehandelt wird. Darüber hinaus betrug das Handelsvolumen der ICAG-Aktie in dem dreimonatigen Betrachtungszeitraum vom 1. April 2019 bis zum 30. Juni 2019 in Summe 550 Aktien. Dies entspricht lediglich ca. 0,64 % des Free Floats. Im Betrachtungszeitraum fand lediglich an vier (von möglichen 62) Handelstagen ein Handel statt. Es ist daher zweifelhaft, ob von einer ausreichenden Liquidität der ICAG-Aktie ausgegangen werden kann oder ob insoweit von einer Marktengung auszugehen ist.

Angesichts dessen, dass der relevante Börsenkurs mit EUR 3,97 deutlich unter dem von EY ermittelten anteiligen Unternehmenswert in Höhe von EUR 7,19 je ICAG-Aktie liegt, ist jedoch nicht zu entscheiden, ob der Börsenkurs der ausschließlich im Freiverkehr gehandelten ICAG-Aktie überhaupt als Referenzgröße in Betracht kommt und – falls dies möglich ist – ob dieser trotz mangelnder Liquidität als Referenzgröße herangezogen werden kann.

8. ÜBERPRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

Die Angemessenheit der Barabfindung wurde gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG von dem gerichtlich ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer Warth & Klein Grant Thornton geprüft. Warth & Klein Grant Thornton wird über das Ergebnis der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung nach Maßgabe des § 327c Abs. 2 Satz 4 in Verbindung mit § 293e AktG gesondert schriftlich berichten.

Die ausgeschlossenen Aktionäre können die Angemessenheit der Barabfindung gerichtlich gemäß § 327f Satz 2 AktG in einem Spruchverfahren auf der Grundlage des Spruchverfahrensgesetzes (SpruchG) überprüfen lassen. Der Antrag auf Einleitung des Spruchverfahrens kann nur binnen drei Monaten seit dem Tag gestellt werden, an dem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister nach § 10 HGB als bekannt gemacht gilt (§ 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 SpruchG). Der Antrag ist innerhalb der vorstehend genannten Frist nach Maßgabe des § 4 Abs. 2 SpruchG zu begründen. Die Entscheidung des Gerichts im Spruchverfahren wirkt für und gegen alle Aktionäre, die durch den Squeeze-out gegen Gewährung der Barabfindung ausgeschieden sind (Inter-omnes-Wirkung). Sofern das Gericht daher eine höhere als die von der E.L.A. festgelegte Barabfindung festsetzen sollte, können alle vom Squeeze-out betroffenen Minderheitsaktionäre der ICAG den Erhöhungsbetrag beanspruchen, auch wenn sie selbst keinen Antrag zur Durchführung eines Spruchverfahrens gestellt haben.

Frankfurt am Main, den 1. November 2019



E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH
Wolfgang Sauerborn
Geschäftsführer

Anlagen

**ANLAGE 1
ZUM ÜBERTRAGUNGSBERICHT**

Übertragungsverlangen der E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH vom 1. Juli 2019 (ohne Anlagen)

E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH
Otto-Nagler-Str. 1
97074 Würzburg

PER KURIER
VORAB PER FAX: +49 (0)69 767 258-210

An den Vorstand der
IC Immobilien Holding AG
Hanauer Landstraße 293
60314 Frankfurt

1. Juli 2019

Verlangen nach § 327a Abs. 1 AktG

Sehr geehrter Herr Reinert,

hiermit informieren wir Sie, dass wir, die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH, Würzburg (eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Würzburg unter HRB 11972), insgesamt 2.925.369 der auf den Inhaber lautenden Stückaktien der IC Immobilien Holding AG halten. Die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH hält damit gemäß §§ 327a Abs. 2, 16 Abs. 2 und 4 AktG Aktien der IC Immobilien Holding AG in Höhe von ca. 97,13 % des Grundkapitals. Der E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH gehören folglich Aktien der IC Immobilien Holding AG in Höhe von mehr als 95 % des Grundkapitals, sodass sie Hauptaktionärin der IC Immobilien Holding AG im Sinne des § 327a Abs. 1 AktG ist.

Auf der Grundlage von § 327a Abs. 1 AktG stellt die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH hiermit das Verlangen, dass die Hauptversammlung der IC Immobilien Holding AG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der IC Immobilien Holding AG auf die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt.

Die Minderheitsaktionäre sollen für die Übertragung ihrer Aktien eine angemessene Barabfindung erhalten. Die Höhe der Barabfindung je Stückaktie der IC Immobilien Holding AG werden wir Ihnen, unter anderem gestützt auf eine vorzunehmende Unternehmensbewertung der IC Immobilien Holding AG, noch gesondert mitteilen. In einem gesonderten schriftlichen Bericht der E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH an die Hauptversammlung der IC Immobilien Holding AG, den wir Ihnen auch noch zukommen lassen werden, werden die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet. Die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wird durch einen vom Landgericht Frankfurt am Main auszuwählenden und zu bestellenden sachverständigen Prüfer geprüft. Einen entsprechenden Antrag wird die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH beim Landgericht Frankfurt am Main stellen. Die Bankgarantie gemäß § 327b Abs. 3 AktG werden wir entsprechend den gesetzlichen Bestimmungen ebenfalls rechtzeitig überreichen.

Gemäß Handelsregisterauszug der E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH, vom heutigen Tag, der als Anlage 1 beigefügt ist, ist die unterzeichnende Person berechtigt, die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH zu vertreten.

Wir bitten Sie, alle für die Beschlussfassung nach § 327a ff. AktG erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen und uns alle für die Festlegung der Barabfindung notwendigen Unterlagen zur Verfügung zu stellen und Auskünfte zu erteilen (§ 327b Abs. 1 AktG).

Wir bitten Sie außerdem, uns den Eingang dieses Schreibens schriftlich zu bestätigen. Der Entwurf für ein entsprechendes Rückschreiben ist als Anlage 2 beigefügt.

Mit freundlichen Grüßen
E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH



Manuela Schädler
(Geschäftsführerin mit Einzelvertretungsbefugnis)

**ANLAGE 2
ZUM ÜBERTRAGUNGSBERICHT**

**Konkretisiertes Übertragungsverlangen der E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH vom
1. November 2019 (ohne Anlagen)**

E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH
Bruchstr. 5
60594 Frankfurt am Main

PER KURIER
VORAB PER FAX: +49 (0)69 767 258-210

An den Vorstand der
IC Immobilien Holding AG
Hanauer Landstraße 293
60314 Frankfurt

1. November 2019

Squeeze-Out nach §§ 327a ff. AktG
Konkretisierung des Verlangens nach § 327a Abs. 1 AktG vom 1. Juli 2019

Sehr geehrter Herr Reinert,

wir, die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH, Frankfurt am Main (eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 116692), halten insgesamt 2.925.369 der auf den Inhaber lautenden Stückaktien der IC Immobilien Holding AG (nachfolgend die **Gesellschaft**). Entsprechende tagaktuelle Depotbestätigungen der Sparkasse Mainfranken Würzburg sowie der Commerzbank AG werden wir Ihnen zur Verfügung stellen. Die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH hält damit Aktien in Höhe von ca. 97,13% des Grundkapitals der Gesellschaft; folglich gehören ihr im Sinne von §§ 327a Abs. 2, 16 Abs. 2 und 4 AktG Aktien in Höhe von mehr als 95 % des Grundkapitals der Gesellschaft. Sie ist damit Hauptaktionärin der Gesellschaft im Sinne von § 327a Abs. 1 AktG.

Die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH hat bereits am 1. Juli 2019 an Sie als Vorstand der Gesellschaft gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG das Verlangen gerichtet, die notwendigen Maßnahmen zu ergreifen, damit die Hauptversammlung der Gesellschaft über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen kann.

Die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH hat mittlerweile auf Basis einer gutachtlichen Stellungnahme der Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stuttgart, die Höhe der Barabfindung auf EUR 7,19 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der Gesellschaft mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von EUR 1,00 festgelegt.

In Konkretisierung des Verlangens vom 1. Juli 2019 richtet die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH hiermit an Sie als Vorstand der Gesellschaft gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG das Verlangen, eine außerordentliche Hauptversammlung der Gesellschaft, die am 17. Dezember 2019 stattfinden soll, mit dem (einzigem) Tagesordnungspunkt

Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der IC Immobilien Holding AG auf die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH (Hauptaktionär) gegen

Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG (Ausschluss von Minderheitsaktionären / Squeeze-Out)

einzuberufen. Ein Entwurf des erforderlichen Übertragungsbeschlusses mit Angabe der Höhe der festgelegten Barabfindung ist als Anlage 1 beigelegt.

Die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH ist bereit, sämtliche erforderlichen Kosten, die der Gesellschaft durch die Einberufung und Durchführung dieser außerordentlichen Hauptversammlung entstehen, zu übernehmen.

Der schriftliche Bericht gemäß § 327c Abs. 2 AktG ist als Anlage 2 beigelegt. Diesem ist als Anlage eine Kopie der Erklärung der Quirin Privatbank AG, durch die diese Bank die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen Aktien zu zahlen, beigelegt. Das Original dieser Erklärung werden wir Ihnen separat vor der Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlung zur Verfügung stellen.

Die Angemessenheit der Barabfindung wurde durch die Warth & Klein Grant Thornton AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, geprüft, die das Landgericht Frankfurt am Main auf Antrag der E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung ausgewählt und durch Beschluss vom 10. Juli 2019 hierzu bestellt hat. Der entsprechende Prüfungsbericht wird Ihnen ebenfalls vor der Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlung zur Verfügung gestellt werden.

Gemäß Handelsregisterauszug der E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH, vom heutigen Tag, der als Anlage 3 beigelegt ist, ist die unterzeichnende Person berechtigt, die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH allein zu vertreten.

Mit freundlichen Grüßen
E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH



Wolfgang Sauerborn
Geschäftsführer

IC Immobilien Holding AG

Gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswerts
der IC Immobilien Holding AG, Frankfurt am Main, und zur
angemessenen Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG

1. November 2019

EY

Building a better
working world

Übersicht Inhaltsverzeichnis

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Preisbildung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...
- 7 Zusammenfassung der ...
- 8 Anhang

Auftrag und Auftragsdurchführung 1	Beschreibung des Bewertungsobjektes 2	Ermittlung des Unternehmenswerts 3	Liquidationswert 4
Seite 4	Seite 8	Seite 19	Seite 38
In diesem Abschnitt	In diesem Abschnitt	In diesem Abschnitt	In diesem Abschnitt
1 Auftrag Seite 6	1 Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen Seite 6	1 Vergangenheitsanalyse Seite 9	Liquidationswertermittlung Seite 39
2 Auftragsdurchführung Seite 7	2 Markt- und Wettbewerbsanalyse Seite 7	2 Planungsanalyse Seite 14	Seite 24
		3 Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses Seite 31	Seite 31
		4 Ausschüttungspotenzial und zurechenbares Ergebnis Seite 32	Seite 32
		5 Ableitung des Ertrags- / Unternehmenswerts Seite 34	Seite 34

Übersicht
Inhaltsverzeichnis

1. Auftrag und ...	7 Zusammenfassung der ...
2. Beschreibung des ...	8 Anhang
3. Ermittlung des ...	
4. Liquidationswert	
5. Plausibilisierung anhand v. ...	
6. Börsenkurs und ...	

**Plausibilisierung anhand
von Multiplikatoren**

5

Seite 40

In diesem Abschnitt

1 Börsenmultiplikatoren
(Tradingmultiplikatoren)

Seite 41

Seite 44

1 Börsenkurs

Seite 47

Seite 56

In diesem Abschnitt

2 Außerbörsliche Vorerwerbe

Zusammenfassung der

außerbörsliche Vorerwerbe

7

Seite 57

In diesem Abschnitt

Abschließende Feststellung

Seite 58

Anhang

8

Seite 59

In diesem Abschnitt

Anhang A: Ertragswertverfahren

Seite 60

Anhang E: Kapitalisierungszinssatz

Seite 64

Anhang C: Sonderwerte,
Liquidations- und Substanzwert

Seite 72

Anhang D: Vergleichsorientierte
Marktbewertung

Seite 73

Anhang E: Ableitung des
Kapitalisierungszinssatzes

Seite 75

Anhang F: Peer Group /
Vergleichsunternehmen

Seite 80

Anhang G: Wesentliche Unterlagen

Seite 82

Anhang H: Abkürzungsverzeichnis

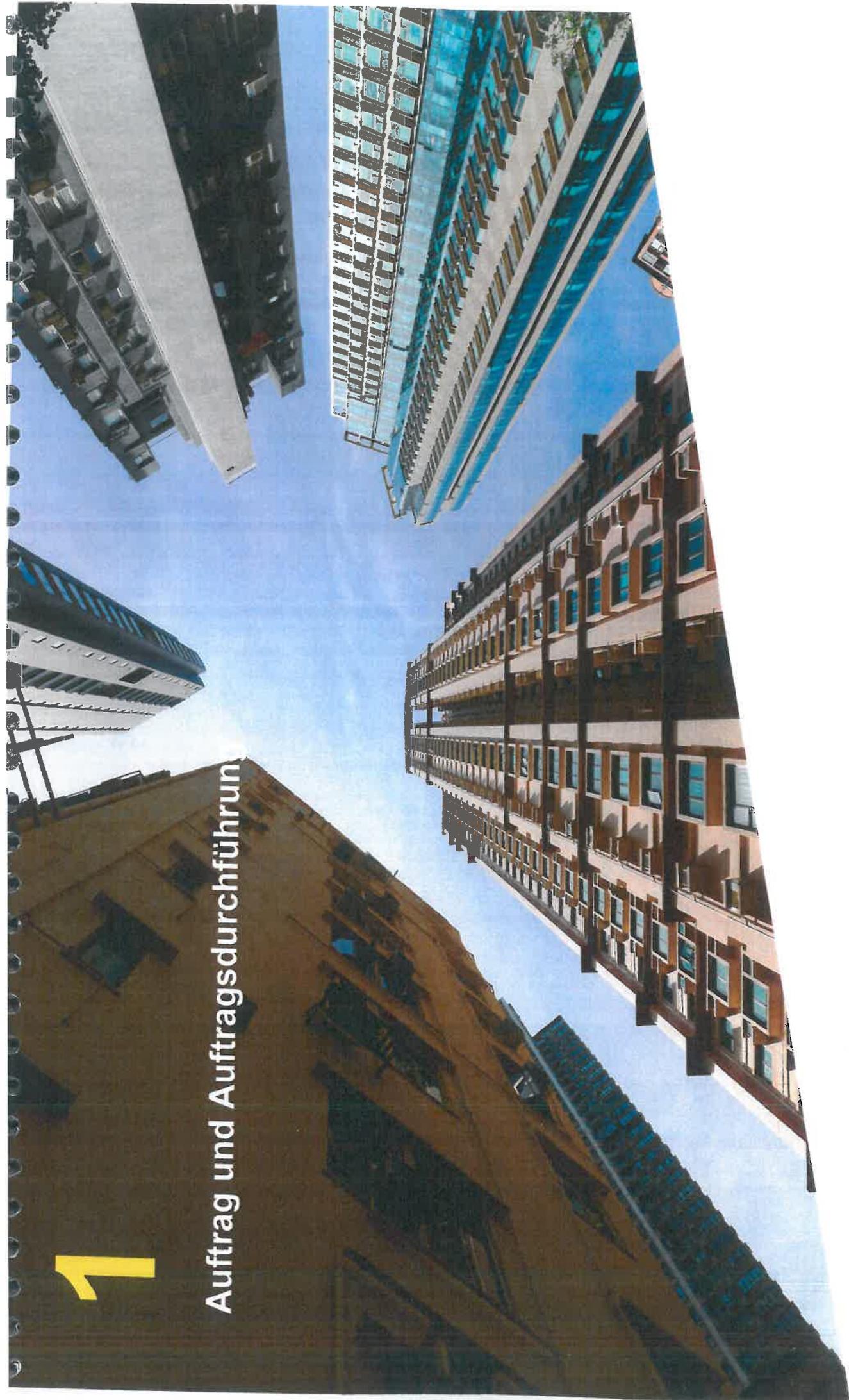
Seite 83

Anhang I: Allgemeine
Auftragsbedingungen

Seite 86

1

Auftrag und Auftragsdurchführung



1 Auftrag und Auftragsdurchführung

1 Auftrag

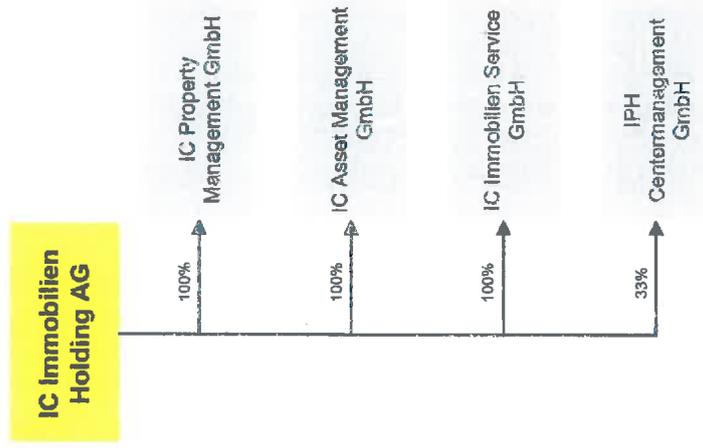
1 Auftrag und ...

- 2. Beschreibung des ...
- 3. Ermittlung des ...
- 4. Liquidationswert
- 5. Platzbillierung anhand v...
- 6. Börsenkurs und ...

7. Zusammenfassung der ...

8. Anhang

Organigramm



Quelle: IC Immobilien Holding AG

Gegenstand des Auftrags

Die Geschäftsführung der E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH, Frankfurt am Main (im Folgenden: „E.L.A. GmbH“), hat die Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Eschborn (im Folgenden: „EY“ oder „wir“), mit Schreiben vom 4. September 2019 beauftragt, eine Unternehmensbewertung der IC Immobilien Holding AG, Frankfurt am Main (im Folgenden auch: „IC AG“ oder „Gesellschaft“), vor dem Hintergrund des beabsichtigten Squeeze-outs der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG durchzuführen. Die Unternehmensstruktur der IC AG einschließlich ihrer Tochtergesellschaften (gemeinsam „IC AG Gruppe“) ist in nebenstehendem Schaubild dargestellt.

Am 1. Juli 2019 hat die E.L.A. GmbH an den Vorstand der IC AG das Verlangen gestellt, dass die Hauptversammlung der IC AG die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf die E.L.A. GmbH als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung (§§ 327a ff. AktG) beschließt (sogenannter „Squeeze-out“).

Bewertungsanlass ist die geplante Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der IC AG auf die E.L.A. GmbH als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß § 327a Abs. 1 AktG. Der Beschluss betreffend die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die E.L.A. GmbH soll auf der außerordentlichen Hauptversammlung der IC AG am 17. Dezember 2019 gefasst werden. Maßgeblicher Bewertungsstichtag ist somit gemäß § 327b Abs. 1 AktG der Tag der beschlussfassenden außerordentlichen Hauptversammlung der IC AG, der 17. Dezember 2019.

Gegenstand unseres Auftrags ist die Erstellung einer gutachtlichen Stellungnahme über den Unternehmenswert der IC AG für Zwecke des vom Hauptaktionär zu erstattenden Berichts, in dem die Höhe der Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet wird. Wir weisen darauf hin, dass die finale Festlegung der Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG in der Verantwortung der Hauptaktionärin E.L.A. GmbH liegt.

Bei der Auftragsdurchführung haben wir die Verlautbarungen des IDW, insbesondere den Standard Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. in der Fassung vom 2. April 2008 (im Folgenden: „IDW S 1“) beachtet. Im Sinne dieser Grundsätze erstatte wir diese gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines neutralen Gutachters. Der von uns ermittelte Unternehmenswert sowie die angemessene Barabfindung pro Aktie stellen in diesem Sinne jeweils eine objektivierbare Größe dar.

1 Auftrag und Auftragsdurchführung

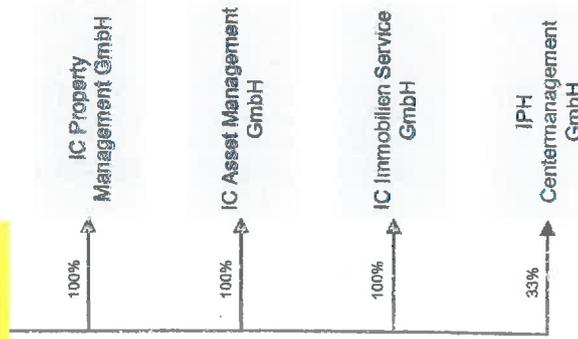
1 Auftrag

1 Auftrag und ...

- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...
- 7 Zusammenfassung der ...
- 8 Anhang

Organigramm

IC Immobilien Holding AG



Quelle: IC Immobilien Holding AG

Diese gutachtliche Stellungnahme dient ausschließlich als Information und Entscheidungsgrundlage unseres Auftraggebers im Zusammenhang mit der Ermittlung der angemessenen Barabfindung und der Erstattung des Übertragungsberichts gemäß § 327c Abs. 2 AktG. Sie darf nicht für andere Zwecke verwendet werden.

Eine seitens des Auftraggebers gewünschte Weitergabe des Berichts an Dritte durch uns ist im Einzelfall möglich, sofern wir mit dem Dritten diesbezüglich eine gesonderte Vereinbarung mitsamt vorheriger schriftlicher Genehmigung treffen. Es liegt alleine im Verantwortungsbereich des Lesers dieser Stellungnahme zu entscheiden, ob und in welcher Form die Informationen dieses Berichts als für seine Zwecke nützlich und tauglich erscheinen und diese durch eigene Untersuchungen zeitnah zu erweitern, zu verifizieren oder zu aktualisieren.

Die Verwendungsbeschränkung findet keine Anwendung auf Veröffentlichungen und Maßnahmen, die im Zusammenhang mit der Vorbereitung und der Durchführung der Hauptversammlung oder im Zusammenhang mit Gerichtsverfahren erfolgen, die in Verbindung mit der beschlussfassenden Hauptversammlung der IC AG gegen die E.L.A. GmbH oder die IC AG angestrengt werden könnten.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit und Haftung gelten, auch im Verhältnis zu Dritten, die dieser gutachtlichen Stellungnahme beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen der Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (Stand: November 2018). Demnach gelten die Abschnitte 16 bis 21 der beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen mit einer Haftungsbegrenzung von EUR 4 Mio. bzw. EUR 5 Mio.

1 Auftrag und Auftragsdurchführung

2 Auftragsdurchführung

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v...
- 6 Börsenkurs wird ...
- 7 Zusammenfassung der ...
- 8 Anhang

Auftragsdurchführung

Wir haben unsere Arbeiten in den Monaten September 2019 bis 1. November 2019 in unseren Büroräumen in Eschborn durchgeführt.

Der Umfang unserer Untersuchungen und Arbeiten stellt keine Prüfung nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Durchführung von Abschlussprüfungen gemäß §§ 316 ff. HGB dar. Daher erteilen wir keinen Bestätigungsvermerk in Bezug auf die in unserer gutachtlichen Stellungnahme dargestellten Finanz-, Vermögens- und Ertragslage sowie anderen Daten. Unsere Verantwortlichkeit beschränkt sich insoweit auf die anzuwendende berufstäbliche Sorgfalt.

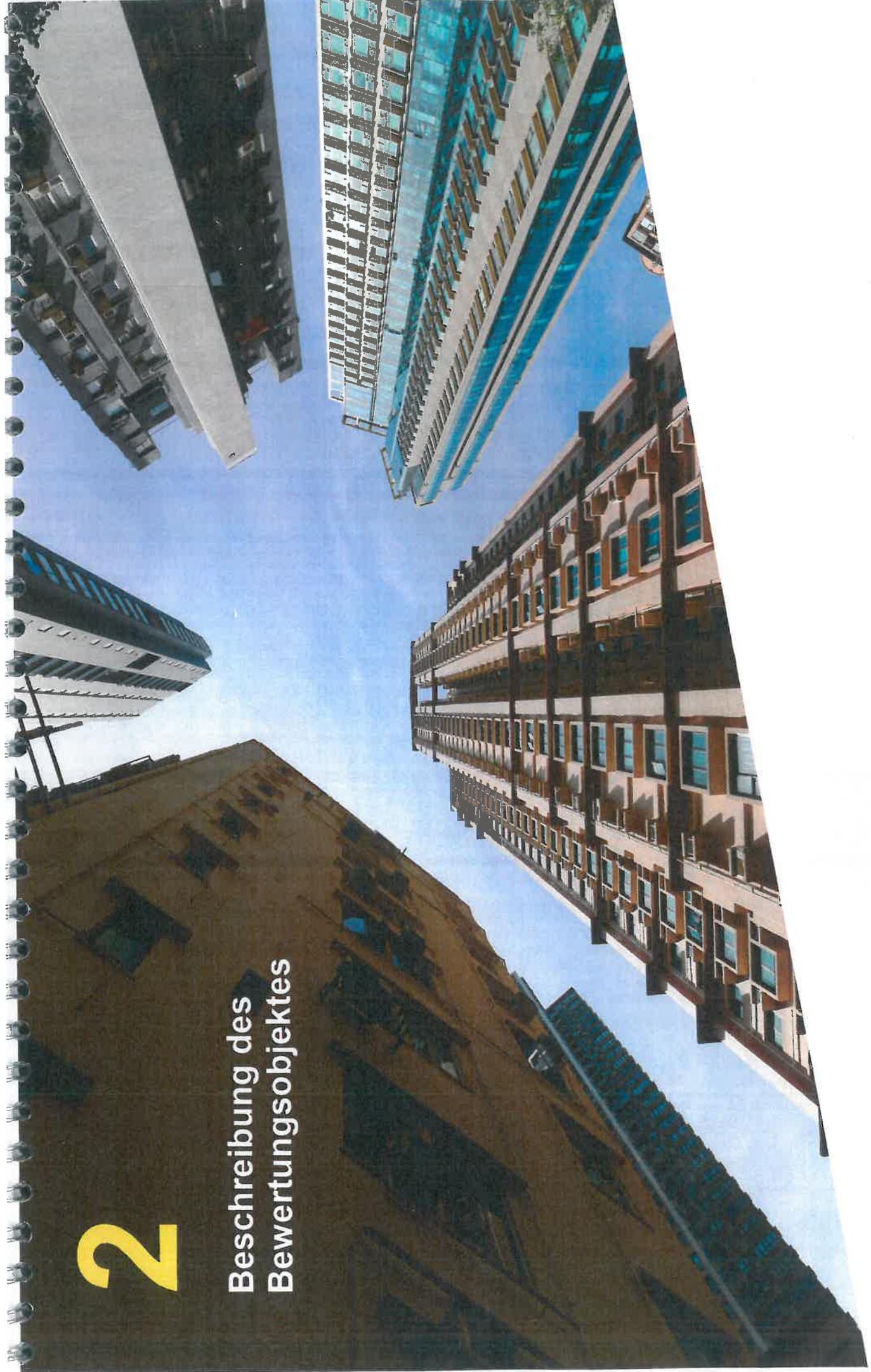
Für die Auftragsdurchführung standen uns im Wesentlichen die in Anhang G „Wesentliche Unterlagen“ genannten Unterlagen zur Verfügung.

Weitere Auskünfte erteilten uns der Vorstand der IC AG und von ihm benannte Personen. Alle für die Bewertung notwendigen Auskünfte wurden uns bereitwillig erteilt. Der Vorstand der IC AG hat uns eine Vollständigkeitserklärung abgegeben mit dem Inhalt, dass uns alle Angaben, die für die Erstattung dieser gutachtlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, richtig und vollständig mitgeteilt wurden.

Die nachfolgenden Darstellungen der Ableitung des Unternehmenswertes sowie der angemessenen Barabfindung werden grundsätzlich gerundet ausgewiesen. Da die Berechnungen mit den exakten, ungerundeten Werten erfolgten, können sich daher bei Addition oder Subtraktion der Werte darstellungsbedingt Rundungsabweichungen ergeben.

2

Beschreibung des Bewertungsobjektes

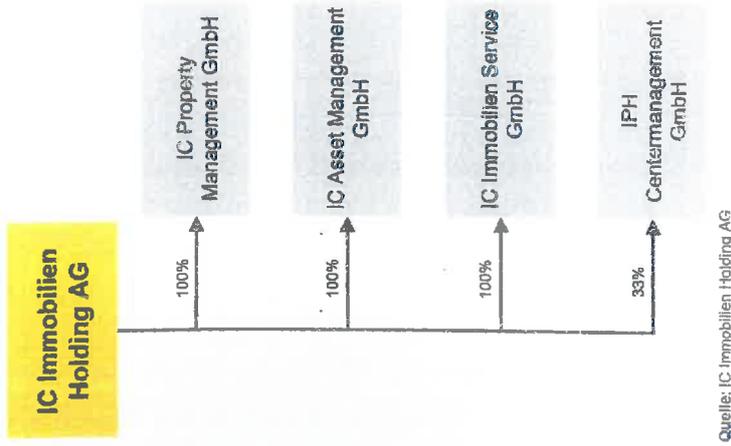


2 Beschreibung des Bewertungsobjektes

1 Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen

1. Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...**
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...
- 7 Zusammenfassung der ...
- 8 Anhang

Organigramm



Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen der IC AG Gruppe

Die IC AG ist eine Aktiengesellschaft deutschen Rechts mit Sitz in Frankfurt am Main und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB Nr. 107030 eingetragen. Die IC AG wurde mit Satzung vom 14. Dezember 2001 gegründet. Über ihre Tochtergesellschaft IC Immobilien Service GmbH (ehemals IC Immobilien Consulting- und Anlagegesellschaft mbH) reicht ihre Geschäftstätigkeit bis in das Jahr 1988 zurück.

Die letzte Satzungsänderung der IC AG erfolgte am 6. November 2017. Der Handelsregisterauszug mit der letzten Eintragung vom 28. Juni 2018 lag uns vor. Das Geschäftsjahr der IC AG entspricht dem Kalenderjahr.

Die Rechnungslegung des IC AG Konzerns erfolgt nach den handelsrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften. Die Tochtergesellschaften IC Property Management GmbH, IC Asset Management GmbH und IC Immobilien Service GmbH werden im Konzernabschluss der IC AG vollkonsolidiert. Das Joint-Venture IPH Centermanagement GmbH wird nach der Quotenkonsolidierung in den Konzernabschluss der IC AG einbezogen. Im Geschäftsjahr 2019 wurde die IC Treveria Property Management GmbH auf die IC Property Management GmbH verschmolzen.

Das Grundkapital der Gesellschaft beläuft sich auf EUR 3.011.664,00 und ist aufgeteilt in 3.011.664 auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien. Davon hält die Mehrheitsaktionärin E.L.A. GmbH 2.925.369 Stück (97,13%); 86.295 Stück (2,87%) entfallen auf die Minderheitsaktionäre. Die IC AG hält keine eigenen Aktien.

Die IC AG ist keine börsennotierte Gesellschaft im Sinne des Aktienrechts. Die Aktien sind nicht zum Handel an einer Börse zugelassen. Die Aktien der IC AG sind in den Freiverkehr der Wertpapierbörsen München, Stuttgart, Hamburg und Berlin einbezogen.

Gemäß § 2 der Satzung der Gesellschaft ist der Gegenstand des Unternehmens wie folgt festgelegt:

„(1) Gegenstand des Unternehmens ist die vermögensverwaltende Tätigkeit im Bereich von Unternehmensbeteiligungen, insbesondere im Immobilienbereich. Die Gesellschaft kann auch in Immobilien direkt investieren.

(2) Die Gesellschaft betreibt keine erlaubnispflichtigen Geschäfte.

(3) Die Gesellschaft ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die den Gegenstand des Unternehmens unmittelbar oder mittelbar zu fördern geeignet sind. Zu diesem Zweck darf sie im In- und Ausland andere Unternehmen gründen, erwerben oder sich an diesen beteiligen und deren Geschäftsführung übernehmen, sowie Unternehmensverträge abschließen.“

2 Beschreibung des Bewertungsobjektes

1 Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen

1. Auftrag und ... 7. Zusammenfassung der ...

2 Beschreibung des ... 8. Anhang

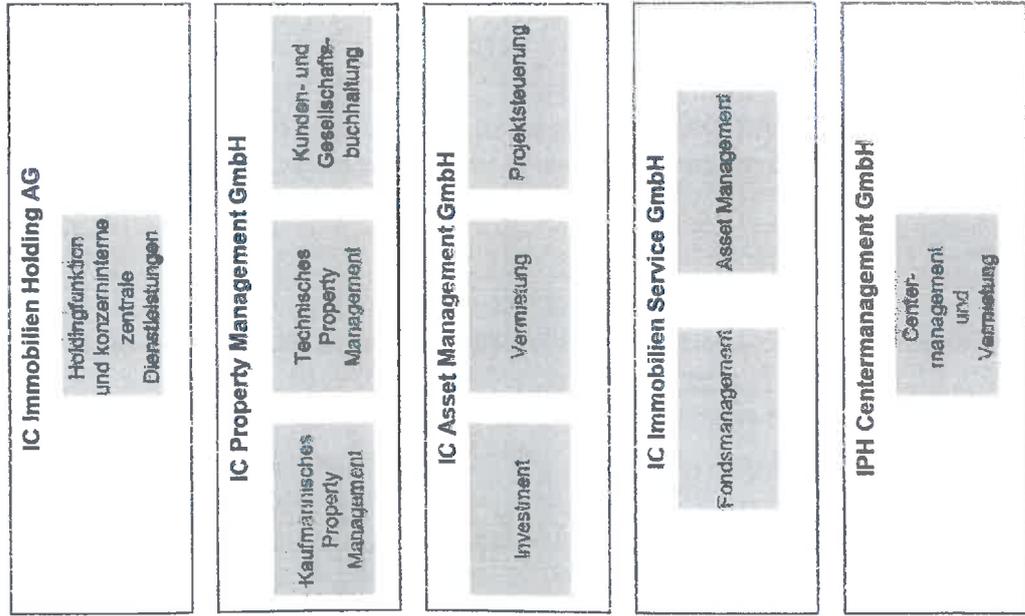
3. Ermittlung des ...

4. Liquidationswert

5. Plausibilisierung anhand v ...

6. Börsenkurs und ...

Organisationsstruktur der IC AG Gruppe



Die IC AG unterhält keine eigenständige operative nach außen gerichtete Geschäftstätigkeit. Neben ihrer Holdingfunktion stellt sie ihren Tochtergesellschaften verschiedene zentrale Dienstleistungen zur Verfügung. Dazu zählen insbesondere die Bereiche Recht, Versicherungen, Konzernbuchhaltung, Controlling, Treasury, Marketing, Kommunikation, IT, Organisation, Public Relations, Konzernfinanzierung, Personalmanagement und -entwicklung sowie Recruiting.

Die verschiedenen Dienstleistungen der IC AG Gruppe werden den Kunden über die Tochtergesellschaften IC Property Management GmbH, IC Asset Management GmbH und IC Immobilien Service GmbH sowie das Joint-Venture IPH Centermanagement GmbH angeboten (siehe nebenstehendes Schaubild).

Steuerliche Verhältnisse der IC AG Gruppe

Zwischen den Konzerngesellschaften der IC AG bestehen keine körperschaftsteuerlichen oder gewerbesteuerlichen Organisationsverhältnisse. Fortgeschriebene ungeprüfte steuerliche Verlustvorträge zum 31. Dezember 2018 bestehen für die einzelnen Gesellschaften der IC AG Gruppe wie folgt:

IC Immobilien Holding AG	
Gewerbesteuerliche Verlustvorträge	TEUR 4.127
Körperschaftsteuerliche Verlustvorträge	TEUR 5.884
IC Property Management GmbH	
Gewerbesteuerliche Verlustvorträge	TEUR 7.751
Körperschaftsteuerliche Verlustvorträge	TEUR 8.027
IC Asset Management GmbH	
Gewerbesteuerliche Verlustvorträge	TEUR 2.330
Körperschaftsteuerliche Verlustvorträge	TEUR 2.380
IC Immobilien Service GmbH	
Gewerbesteuerliche Verlustvorträge	TEUR 2.889
Körperschaftsteuerliche Verlustvorträge	TEUR 3.306

Steuerliche Betriebsprüfungen der IC AG wurden letztmalig für die Geschäftsjahre 2011 bis 2015 durchgeführt und in 2018 abgeschlossen.

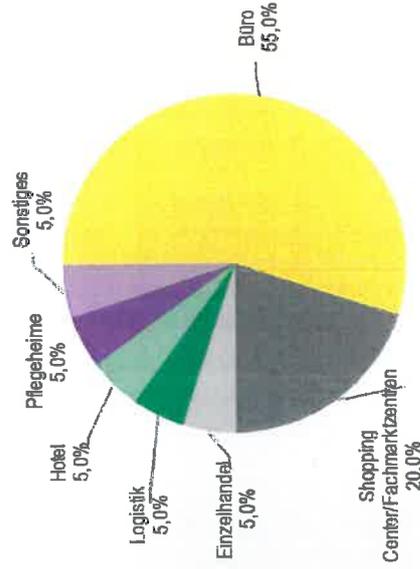
Zum 31. Dezember 2017 wurde für die IC AG ein steuerliches Einlagekonto in Höhe von TEUR 22.116 festgestellt. Wir haben das steuerliche Einlagekonto zum 31. Dezember 2018 auf TEUR 25.116 fortgeschrieben.

2 Beschreibung des Bewertungsobjektes

1 Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen

- 1 Auftrag und ...
- 2 **Beschreibung des ...**
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...
- 7 Zusammenfassung der ...
- 8 Anhang

Assetklassen der gemanagten Portfolios



Quelle: IC Immobilien Holding AG

Geschäftsmodell der IC AG

Der IC AG Konzern ist einer der größten unabhängigen Full-Service-Dienstleister für gewerbliche Immobilien in Deutschland und betreut aktuell ein Immobilienvermögen (im Folgenden auch „assets under Management“) mit einem Gesamtwert von über EUR 10 Mrd. insbesondere für nationale und internationale institutionelle Investoren, Immobilienfonds, Versicherungskonzerne, Stiftungen, Family Offices und Pensionskassen. Zudem ist die IC AG Gruppe für rund 50 geschlossene Immobilien- und Leasingfonds mit mehr als 20.000 Anleger tätig.

Die IC AG Gruppe verfügt über kein eigenes Immobilienvermögen.

Die IC AG beschäftigt mit ihren Tochtergesellschaften und ihrer Beteiligung rund 250 Mitarbeiter an sieben Standorten in Deutschland. Durch die regionale Präsenz an strategisch wichtigen Immobilienstandorten in Deutschland gewährleistet die IC AG einen ganzheitlichen lokalen Service für gewerbliche Immobilien in Deutschland.

Das Property Management stellt hierbei das Kerngeschäft der IC AG Gruppe dar und steht auch in Zukunft im Fokus der Geschäftstätigkeit der IC AG Gruppe. Darüber hinaus bietet die IC AG Gruppe ihren Kunden das gesamte, gegenüber dem reinen Property Management deutlich volatilere Spektrum eines Full-Service-Dienstleisters an. Die Dienstleistungsbereiche der IC AG Gruppe betreffen folgende Bereiche:

- ▶ Property Management,
- ▶ Asset Management,
- ▶ Projektsteuerung,
- ▶ Vermietung,
- ▶ Investment,
- ▶ Fondsmanagement und
- ▶ Center Management.

2 Beschreibung des Bewertungsobjektes

1 Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen

1. Auftrag und ...	7. Zusammenfassung der ...
2 Beschreibung des ...	8. Anhang
3. Ermittlung des ...	
4. Liquidationswert	
5. Plausibilisierung anhand v ...	
6. Bersekkurs und ...	

Property Management

Die Property Management Dienstleistungen umfassen alle wesentlichen Aspekte des kaufmännischen, technischen und buchhalterischen Managements eines Immobilieninvestments. Das Leistungsspektrum beinhaltet neben den „In-House“ erbrachten Dienstleistungen (z.B. Budgetplanung und -kontrolle, Forderungsmanagement und Mieterkassa, Versicherungsmanagement, Planung und Durchführung von Instandhaltungsmaßnahmen) die Steuerung aller weiteren sogenannten „Out-House“ extern beauftragten und erbrachten Dienstleistungen.

Asset Management

Die Vermögensverwaltung des IC AG Konzerns reicht von der Betreuung einzelner Objekte bis hin zur strategisch und ganzheitlichen Steuerung von Immobilienportfolios. Ein Teilbereich der Serviceleistungen betrifft die Entwicklung und Implementierung von Businessplänen auf Objekt- und Portfolio-Ebene sowie die Planung und Umsetzung strategischer Maßnahmen zur Wertsteigerung und Kostenreduzierung. Weiterhin berät die IC AG Gruppe ihre Investoren innerhalb des Transaktions-Managements sowie der An- und Verkaufssteuerung und der Unterstützung bei der Finanzierung neuer Investments.

Projektsteuerung

Die von eigenen Architekten, Bauingenieuren und Technikern begleitete Projektsteuerung des IC AG Konzerns leitet und steuert überwiegend Umbaumaßnahmen, Revitalisierungen sowie kleine, mittlere und großflächige Mietflächenausbauten, die dem Erhalt und der Optimierung der bestehenden assets und management dienen. Als Impulsgeber für die Wertoptimierung ist der IC AG Konzern ausschließlich im Bereich der Entwicklung gewerblicher Bestandimmobilien tätig.

Vermietung

Der Dienstleistungsbereich Vermietung des IC AG Konzerns besteht im Wesentlichen aus der Erbringung individueller Vermietungskonzepte, der Ausarbeitung von Marketingstrategien und Neupositionierung von Liegenschaften sowie der Markt- und Standortanalyse und der Nutzungsoptimierung bestehender Flächenkonzepte. Durch die partnerschaftliche Zusammenarbeit mit lokalen und überregionalen Maklerunternehmen garantiert der IC AG Konzern seinen Kunden eine bundesweite Marktexpertise.

Investment

Die Betreuung von Immobilieninvestments sowie die langfristige Umsetzung von kundenspezifischen Anlagestrategien wird von dem IC AG Konzern durch ein breites Leistungsspektrum bedient, welches von der Auswahl der Investmentobjekte über die Begleitung und Beratung im Ankaufprozess sowie der ganzheitlichen Umsetzung des Transaktionsprozesses bis hin zum Verkaufsprozess alle Phasen des Immobilieninvestments reicht.

2 Beschreibung des Bewertungsobjektes

1 Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen

1 Auftrag und ...	7 Zusammenfassung der ...
2 Beschreibung des ...	8 Anhang
3 Ermittlung des ...	
4 Liquidationswert	
5 Plausibilisierung anhand v ...	
6 Börsenkurs und ...	

Fondsmanagement

Das Fondsmanagement der IC AG Gruppe besteht im Wesentlichen aus dem Corporate Management, d.h. u.a. der Gestaltung von steuerlichen Lösungen und Finanzierungslösungen sowie Investment- und Desinvestment-Strategien für geschlossene Immobilienfonds, Immobilienaktiengesellschaften, Stiftungen, Kapitalanlagegesellschaften, Investmentgesellschaften oder Leasingfonds. Darüber hinaus bietet die IC AG Gruppe für seine Mandanten die Tätigkeit als Fondsgeschäftsführer, Fonds- oder Asset Manager sowie Treuhänder an.

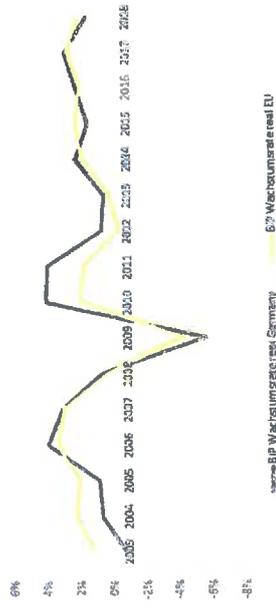
Center Management

Das Property und Asset Management von Shopping Centern sowie Fachmarktzentren des IC AG Konzerns umfasst die Nutzungsoptimierung und Flächenkonzeption von Einzelhandelsflächen, die Entwicklung und Steuerung von Revitalisierungsmaßnahmen, das aktive Kostenmanagement, die Ausarbeitung individueller Vermietungskonzepte sowie die zentrale Betreuung von Bestandsmietern bei Expansion und Vertragsverlängerung und berücksichtigt dabei die spezifischen Anforderungen des Handels. Diese Leistungen werden durch die IPH Centermanagement GmbH erbracht.

2 Beschreibung des Bewertungsobjektes 2 Markt- und Wettbewerbsanalyse

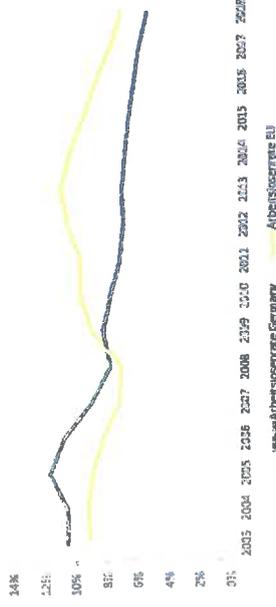
- 1. Auftrag und ...
- 2. **Beschreibung des ...**
- 3. Ermittlung des ...
- 4. Liquidationswert
- 5. Plausibilisierung anhand v ...
- 6. Börsenkurs und ...
- 7. Zusammenfassung der ...
- 8. Anhang

Entwicklung des BIPs in der EU und in Deutschland - 2003 -- 2018



Quelle: Oxford Economics, Deutsche Bundesbank, Eurostat

Entwicklung der Arbeitslosenrate in der EU und in Deutschland - 2003 - 2018



Quelle: Oxford Economics, Deutsche Bundesbank, Eurostat

Markt- und Wettbewerbsanalyse

Im Folgenden werden die für die IC AG Gruppe allgemeinen makroökonomischen Trends sowie das direkte Wettbewerbsumfeld dargestellt.

Makroökonomische Entwicklung

Die wirtschaftliche Entwicklung der Europäischen Union (im folgenden „EU“) und Deutschlands zeigten in den letzten 15 Jahren sehr ähnliche Tendenzen und bedingt durch den starken Einbruch der Weltwirtschaft im Jahr 2009 hohe Schwankungen (siehe Grafik links, oben).

Aufgrund der starken Integration der EU und Deutschlands in den Weltmarkt blieben beide Wirtschaftsräume von dem starken Rückgang der Immobilienpreise (sub-prime-Krise) und dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman in den USA in 2008 und der darauf folgenden weltweiten Finanzmarktkrise nicht verschont und zeigten deutliche Einbrüche des Wirtschaftswachstums. Während in Deutschland insbesondere der Exportsektor durch Nachfragerückgänge aus dem Ausland konfrontiert wurde, waren einige Länder innerhalb der EU direkt von dem Einbruch des inländischen Immobilienmarktes und dem Kollaps amerikanischer Investmentbanken betroffen.

In 2010 stieg die Wirtschaftsleistung in Deutschland über den EU Durchschnitt. In den Folgejahren bis einschließlich 2018 wurde in Deutschland eine positive Wachstumsrate des Bruttoinlandsproduktes ausgewiesen, wobei diese mit durchschnittlich 1,6% pro Jahr im Vergleich zu Jahren vor 2009 etwas geringer ausfallen. Das Wirtschaftswachstum in der EU hat sich tendenziell ähnlich entwickelt und betrug im Durchschnitt 1,4%.

Die Entwicklung der Arbeitslosenrate zwischen 2003 und 2018 in Deutschland zeigt seit ihrem Höchststand in 2005 eine stetige Verbesserung, die nur im Krisenjahr 2009 kurzzeitig unterbrochen wurde. So hat sich die Arbeitslosenquote von 11,7% in 2005 auf 6,5% in 2018 mehr als halbiert. Gleichzeitig befindet sich die Anzahl der Beschäftigten mit 44,8 Mio. in 2018 auf dem höchsten Stand seit der Wiedervereinigung. Diese Entwicklung liegt laut statistischem Bundesamt sowohl an der steigenden Erwerbsbeteiligung der inländischen Bevölkerung als auch an der Zuwanderung von ausländischen Arbeitskräften.

2 Beschreibung des Bewertungsobjektes

2 Markt- und Wettbewerbsanalyse

- 1. Auftrag und ...
- 2. Beschreibung des ...**
- 3. Ermittlung des ...
- 4. Liquidationswert ...
- 5. Plausibilisierung anhand v ...
- 6. Börsenkurs und ...
- 7. Zusammenfassung der ...
- 8. Anhang

BIP-Prognose - 2018 – 2023P

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Europäische Union	2,0%	1,4%	1,2%	1,5%	1,5%	1,4%
Deutschland	1,5%	0,6%	0,7%	1,2%	1,1%	1,0%

Quelle: Oxford Economics, Country Economic Forecasts Austria / Germany / Switzerland, 2019 und IMF, World Economic and Financial Surveys, 2018

Inflation Prognose - 2018 – 2023P

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Europäische Union	1,9%	1,5%	1,5%	1,6%	1,8%	1,9%
Deutschland	1,7%	1,4%	1,4%	1,5%	1,8%	2,0%

Quelle: Deutsche Bundesbank, Oxford Economics, Country Economic Forecast.

Für das BIP-Wachstum der EU wird für 2019 ein Wachstum von 1,4% prognostiziert. Die starken Nettoexporte und die Zunahme der Sachinvestitionen in der Mehrheit aller Mitgliedsstaaten unterstützen das Wirtschaftswachstum. Darüber hinaus wird erwartet, dass das BIP der EU bis 2023 aufgrund sinkender Exportaufträge und Produktionszahlen im Durchschnitt zwischen 2020 bis 2023 nur noch um 1,4% wachsen wird. Risiken für das mittelfristige Wachstum der europäischen Industrie liegen unter anderem in einem sich abschwächenden Welthandel und den erwarteten negativen Auswirkungen des Brexits.

Das deutsche BIP ist 2018 um 1,5% gewachsen. Für 2019 wird aufgrund des schwachen Industriebeschäftswachstums sowie durch eine sinkende inländische Nachfrage und sinkende Exporte von Waren und Dienstleistungen eine niedrigere Rate von nur noch 0,6% erwartet. Es wird erwartet, dass sich das geringe Wachstum mit 0,7% auch in 2020 fortsetzen wird. Über den gesamten Betrachtungszeitraum 2018 bis 2023 wird für Deutschland eine im Vergleich zur Europäischen Union unterdurchschnittliche Wachstumsrate prognostiziert.

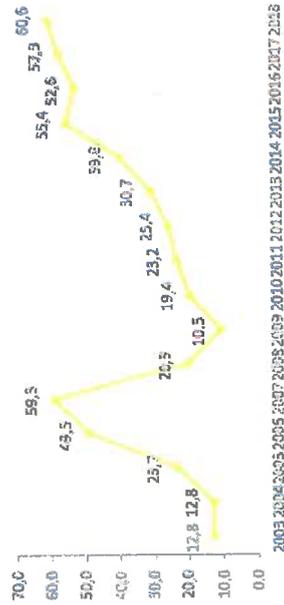
Die Inflationsrate in der EU lag in 2018 bei 1,9% und wird für das Jahr 2019 in Höhe von 1,5% prognostiziert. Für die Jahre 2020 bis 2022 wird erwartet, dass die Inflationsrate kontinuierlich bis auf 1,9% ansteigt.

In Deutschland lag die Inflationsrate in 2018 bei 1,7% und damit 0,2%-Punkte unter dem Niveau der Inflationsrate in der gesamten EU. Für die Jahre 2019 bis 2021 ist die Inflationserwartung für Deutschland weiterhin unter derjenigen der EU, bis sie sich wieder in 2022 mit erwarteten 2,0% an die Inflationserwartung für die EU angleicht bzw. geringfügig darüber erwartet wird.

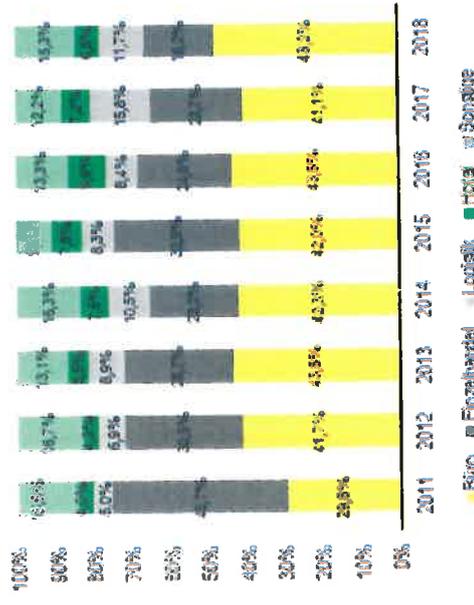
2 Beschreibung des Bewertungsobjektes 2 Markt- und Wettbewerbsanalyse

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...**
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...
- 7 Zusammenfassung der ...
- 8 Anhang

Transaktionsvolumen für Gewerbeimmobilien in Deutschland 2003 - 2018, in Mrd. EUR



Investitionen in Gewerbeimmobilien in Deutschland 2011 - 2018 nach Objektart



Branchenspezifische Marktentwicklung

Das Investitionsvolumen in Gewerbeimmobilien befindet sich seit dem Jahr 2009 mit Unterbrechung in 2016 in einem stetigem Anstieg und hat im Jahr 2018 mit einem Transaktionsvolumen von rd. EUR 60,6 Mrd. ein neues Allzeithoch erreicht. Damit wurde das bisherige Rekordjahr 2007 leicht übertroffen und der starke Einbruch in den Jahren 2008 bis 2009 wieder vollständig aufgefangen (siehe nebenstehende Graphik, oben). Dabei entfielen im Jahr 2018 rd. 48,2% des Investitionsvolumens auf das Segment der Büroimmobilien gegenüber rd. 29,8% in 2011 (siehe nebenstehende Graphik, unten). Der zweitgrößte Anteil des Investitionsvolumens entfiel mit rd. 18,2% auf das Segment Einzelhandel, auf das in 2011 noch rd. 45,7% des Investitionsvolumens entfiel.

Das gestiegene Investoreninteresse am Immobiliensektor wird von einer seit 2010 stetig fallenden Leerstandsquote in den sieben größten Städten in Deutschland untermauert. So hat sich die Leerstandsquote zwischen 2010 und 2017 mehr als halbiert und befand sich in 2017 bei rd. 4% (Quelle: „Immobilienmarkt Deutschland 2018 / 2017“, DZ_HYP, Oktober 2018). Vor dem Hintergrund der hohen Nachfrage nach Büroimmobilien aufgrund der positiven konjunkturellen Entwicklung und der Beschäftigungszahlen in der letzten Dekade, sind in den größten deutschen Städten die erwarteten Renditen in diesem Segment stark gefallen (vgl. Frühjahrgutachten Immobilienwirtschaft 2019 des Rates der Immobilienweisen; siehe Graphik folgende Seite, oben).

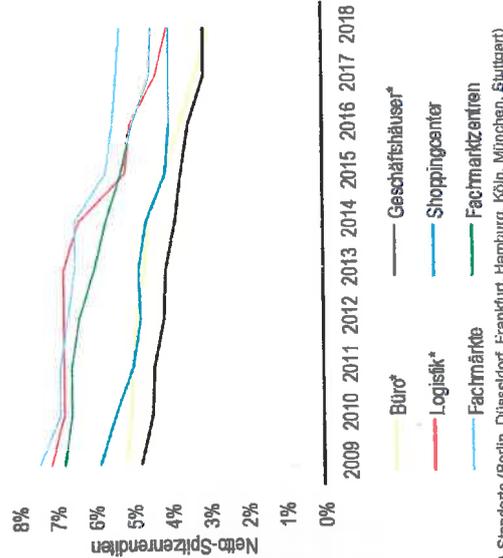
Laut dem EY Trendbarometer Immobilien-Investmentmarkt 2019 („EY Trendbarometer“) befindet sich der Immobilienmarkt am Ende des aktuellen Marktzyklus. Dementsprechend wird für 2019 ein Investitionsvolumen unter dem Niveau des Jahres 2018 erwartet. Die wesentlichen Unsicherheiten sind zum einem die Sorge um einen Zinsanstieg und zum anderen politische Maßnahmen, z.B. geplante Änderungen im Grunderwerbsteuergesetz.

2 Beschreibung des Bewertungsobjektes

2 Markt- und Wettbewerbsanalyse

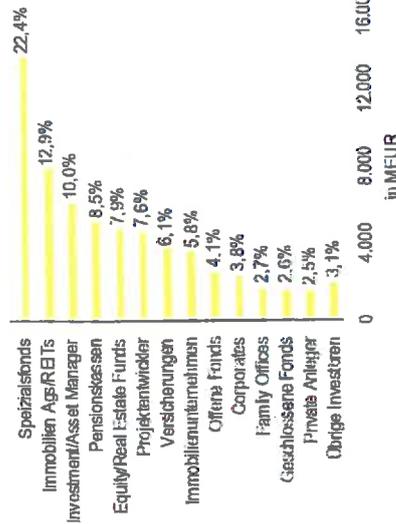
- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...**
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert ...
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...
- 7 Zusammenfassung der ...
- 8 Anhang

Entwicklung der Netto-Spitzenrenditen



* Ø A-Standorte (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München, Stuttgart)
Quelle: BNP Paribas Real Estate

Investments 2018 nach Käufergruppen



Quelle: BNP Paribas Real Estate

Wettbewerb

Die Branche der Immobiliendienstleister zeichnet sich durch eine hohe Wettbewerbsintensität und eine starke Fragmentierung der Marktteilnehmer aus, so dass z.B. global die fünf größten Unternehmen weniger als 20% des Marktanteils auf sich vereinen. Dabei findet der Wettbewerb sowohl global zwischen den großen Immobiliendienstleistern wie CBRE Group, Jones Lang LaSalle, Cushman & Wakefield oder Colliers International Group als auch regional bzw. lokal mit örtlich spezialisierten Anbietern statt. Zusätzlich werden einige Dienstleistungen auch von immobilienmarktfremden Unternehmen wie Banken, Versicherungen, Steuerberatern und Wirtschaftsprüfern, Technologieunternehmen oder Co-Working Space Anbietern erbracht.

In den letzten Jahren hat sich die Klientel der Immobilien-Bestandhalter verändert. Die Immobiliendienstleister haben zunehmend institutionelle Investorengruppen als Kunden, die zusätzliche Anforderungen stellen hinsichtlich Faktoren wie finanzielle Ertragskraft, Corporate Governance oder Dienstleistungspektrum. So wurden in 2018 laut einer Studie der BNP Paribas Real Estate 25% der Investitionen von Spezialfonds oder REITs getätigt, während nicht dem Immobilienbereich zuzuordnende Unternehmen und private Anleger für lediglich rd. 5% verantwortlich zeichneten. Vor diesem Hintergrund war die Branche in den letzten Jahren von Konsolidierungstendenzen geprägt.

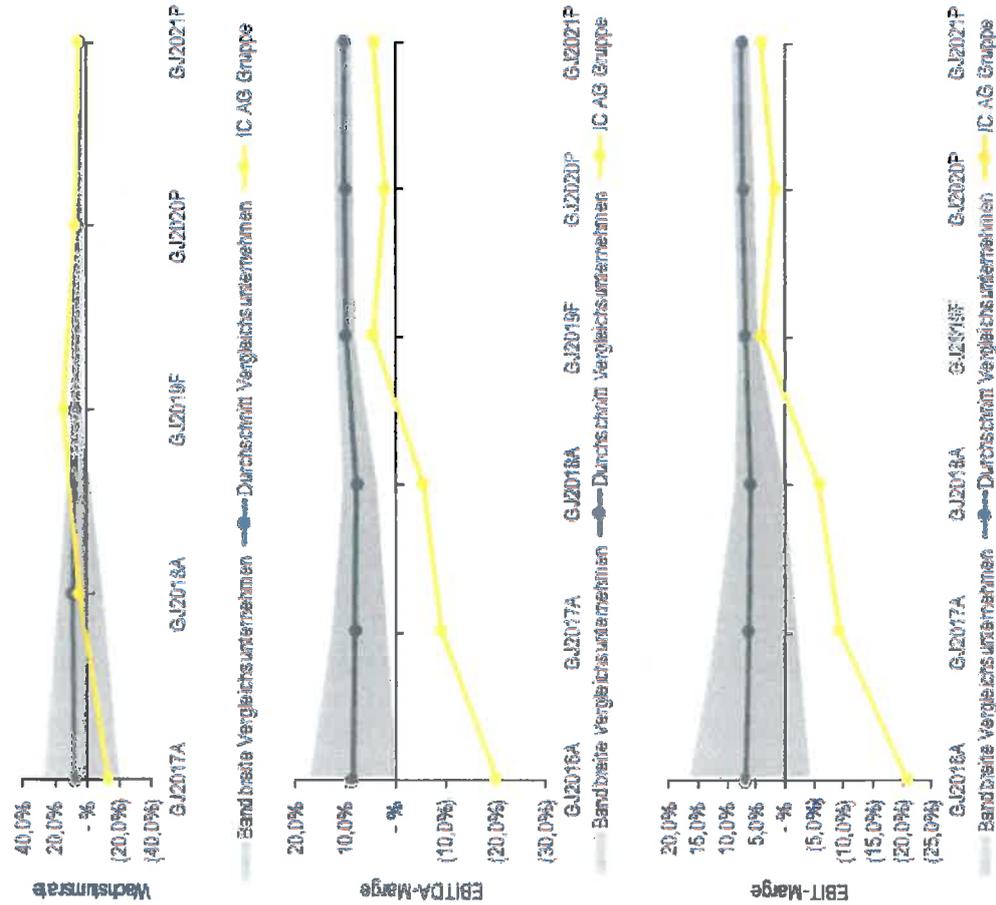
Die insbesondere weltweit agierenden Full-Service-Immobilien-Dienstleister konkurrieren auf dem deutschen Markt mit lokalen Anbietern, die sich auf wenige Dienstleistungen spezialisieren.

Wie in fast allen Wirtschaftsbereichen ist auch im Serviceportfolio der Immobiliendienstleister eine zunehmende Technologisierung und Digitalisierung zu beobachten.

2 Beschreibung des Bewertungsobjektes 2 Markt- und Wettbewerbsanalyse

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...**
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v...
- 6 Börsenkurs und ...

7 Zusammenfassung der ...
8 Anhang



Wettbewerbsanalyse

Im Rahmen der Wettbewerbsanalyse haben wir die Wachstumserwartungen für die Vergleichsunternehmen gemäß Analystenschätzungen mit den Wachstumsannahmen der IC AG Gruppe verglichen. Die verwendeten Vergleichsunternehmen entsprechen den Vergleichsunternehmen zur Ableitung der Kapitalkosten. Eine Beschreibung der Vergleichsunternehmen ist in Anhang F „Peer Group / Vergleichsunternehmen“ dargestellt.

Das Umsatzwachstum der IC AG Gruppe lag in GJ17A bis GJ18A innerhalb der Bandbreite der Wachstumsraten der Vergleichsunternehmen. Der Umsatzrückgang der IC AG Gruppe in GJ17A wurde insbesondere durch die Beendigung nicht profitabler Aufträge im Rahmen der Neuausrichtung des Unternehmens geprägt. Die positive Wachstumsrate in GJ18A resultierte vor allem aus der Entwicklung des größten Geschäftsbereichs Property Management, der im Zuge der qualitativen Neuausrichtung der IC AG Gruppe neue lukrativere Aufträge gewinnen konnte.

Für GJ19F wird ein gesteigertes Umsatzwachstum erwartet, das über der Bandbreite der Vergleichsunternehmen liegt. Die im Vergleich hohe Wachstumsrate ist im Wesentlichen durch das einmalig hohe Umsatzwachstum des Geschäftsbereichs Fonds-/ Asset Management aufgrund mehrerer unerwarteter Transaktionen begründet. Die Wachstumsraten für die folgenden Jahre liegen in etwa auf dem selben Niveau wie die der Vergleichsunternehmen. Insgesamt geht das Management der IC AG zukünftig von einem weiterhin stabilen Marktwachstum aus.

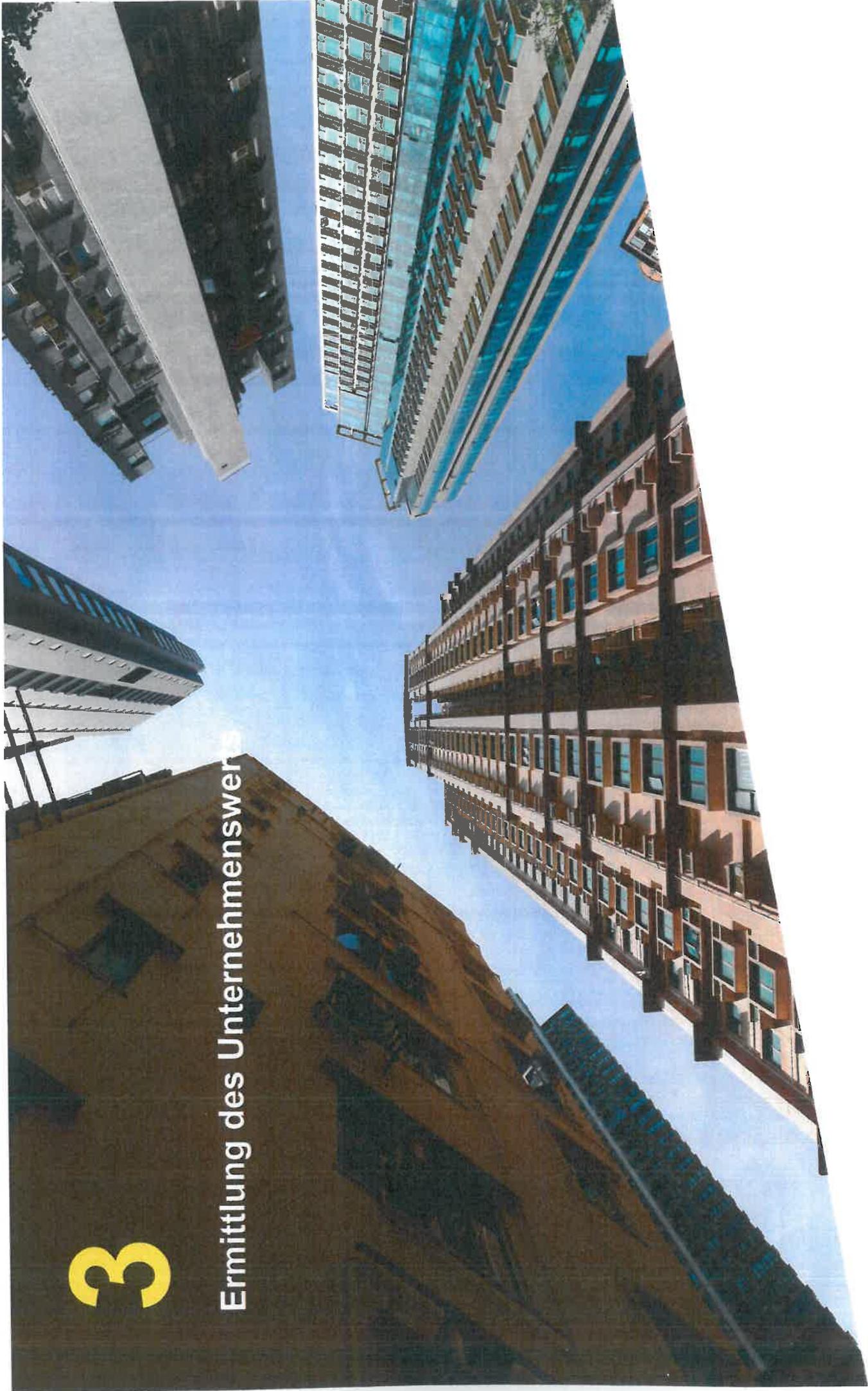
Die EBITDA-Marge (ohne Ergebnisbeitrag der IPH Centermanagement) der IC AG Gruppe liegt über dem gesamten Betrachtungszeitraum unter der Bandbreite der Vergleichsunternehmen, nähert sich jedoch zum GJ21P der Marge der Vergleichsunternehmen an. Die gezeigte Entwicklung für GJ16A bis GJ18A resultierte aus der Fokussierung auf margenstärkere Projekte im Property Management. In den Folgejahren sollen die Margen erhöht werden, indem u.a. Skaleneffekte durch größere Projektvolumina erzielt und margenstärkere Projekte durchgeführt werden sollen.

Aufgrund der zu vernachlässigenden Anlageintensität und des entsprechend geringen Abschreibungsvolumens gilt dies gleichermaßen für die EBIT-Marge.

Quelle: Informationen des Managements, EY Analysen, S&P Capital IQ Daten

3

Ermittlung des Unternehmenswerts



3 Ermittlung des Unternehmenswerts

1 Vergangenheitsanalyse

1. Auftrag und ...
2. Beschreibung des ...
- 3. Ermittlung des ...**
4. Liquidationswert ...
5. Plausibilitätsprüfung anhand v ...
6. Börsenkurs und ...
7. Zusammenfassung der ...
8. Anhang

Konzernbilanz IC AG Dez16A – Dez18A

Währung: EUR '000	Dez16A	Dez17A	Dez18A
Immaterielle Vermögensgegenstände	38	38	70
Sachanlagen	227	200	283
Finanzanlagen	424	147	-
Anlagevermögen	690	385	353
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.406	1.878	2.550
Sonstige Forderungen und Vermögensgegenstände	625	394	486
Kassenbestand und Guthaben bei Kreditinstituten	7.324	1.774	3.457
Umlaufvermögen	10.354	4.046	6.493
Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten	17	36	23
Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	-	1.582	-
Aktiva	11.061	6.049	6.869
Gezeichnetes Kapital	3.012	3.012	3.012
Kapitalrücklage	22.493	22.493	25.493
Erwirtschaftetes Eigenkapital	(25.455)	(27.087)	(28.189)
Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	-	1.582	-
Eigenkapital	50	-	315
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	2.092	2.063	2.432
Steuerrückstellungen	51	184	14
Sonstige Rückstellungen	3.731	3.049	3.036
Rückstellungen	5.875	5.297	5.482
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	689	307	556
Verbindlichkeiten gegenüber Unternehmen mit dem ein Beteiligungsverhältnis besteht	247	8	-
Sonstige Verbindlichkeiten	4.200	438	516
Verbindlichkeiten	6.136	752	1.071
Passiva	11.061	6.049	6.869

Vergangenheitsanalyse

Die Vergangenheitsanalyse basiert auf den geprüften Konzernabschlüssen der IC AG der Geschäftsjahre GJ16A bis GJ18A bzw. dem Management Reporting der IC AG Gruppe für den entsprechenden Zeitraum, das sich zu der GuV der jeweiligen Konzernabschlüsse überfeiten lässt.

Vermögenslage

Die nebenstehende Tabelle zeigt die Konzernbilanz der IC AG für die Geschäftsjahre GJ16A bis GJ18A.

Aktiva

Die immateriellen Vermögensgegenstände setzen sich aus diversen Softwarelizenzen zusammen, die in Verbindung mit dem operativen Geschäft stehen. Die von der IC AG Gruppe genutzten SAP Lizenzen (historische Anschaffungs- und Herstellungskosten von über EUR 1,0 Mio.) sind vollumfänglich abgeschrieben.

Das Sachanlagevermögen beinhaltet im Wesentlichen Betriebs- und Geschäftsausstattung. Die Veränderungen im Zeitablauf resultieren aus fortlaufenden Investitionen und planmäßigen Abschreibungen.

Der Rückgang der Finanzanlagen resultiert aus dem Verkauf der Beteiligung an der MIM GmbH & Co. Immobilien KG, Zorneding, im GJ17A sowie aus der Darlehensrückzahlung durch die IPH Centermanagement GmbH im GJ18A.

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie die sonstigen Forderungen und Vermögensgegenstände beinhalten im Wesentlichen Posten aus der operativen Geschäftstätigkeit. Die Entwicklung steht maßgeblich im Zusammenhang mit der Veränderung der Umsatzerlöse.

3 Ermittlung des Unternehmenswerts

1 Vergangenheitsanalyse

- 7 Zusammenfassung der ...
 8 Anhang
- 1 Auftrag und ...
 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...**
- 4 Liquidationswert
 5 Plausibilisierung anhand V ...
 6 Börsenkurs und ...

Konzernbilanz IC AG Dez16A -- Dez18A

Währung: EUR '000	Dez16A	Dez17A	Dez18A
Immaterielle Vermögensgegenstände	38	38	70
Sachanlagen	227	200	283
Finanzanlagen	424	147	-
Anlagevermögen	690	385	353
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.406	1.878	2.550
Sonstige Forderungen und Vermögensgegenstände	825	394	486
Kassenbestand und Guthaben bei Kreditinstituten	7.324	1.774	3.457
Umlaufvermögen	10.354	4.048	6.493
Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten	17	36	23
Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	-	1.562	-
Aktiva	11.061	6.049	6.869
Gezeichnetes Kapital	3.012	3.012	3.012
Kapitalrücklage	22.493	22.493	25.493
Erwirtschaftetes Eigenkapital	(25.455)	(27.087)	(28.189)
Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	-	1.562	-
Eigenkapital	50	-	315
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	2.092	2.063	2.432
Steuerrückstellungen	51	194	14
Sonstige Rückstellungen	3.731	3.049	3.036
Rückstellungen	5.875	5.297	5.492
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	689	307	556
Verbindlichkeiten gegenüber Unternehmen mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht	247	8	-
Sonstige Verbindlichkeiten	4.200	438	516
Verbindlichkeiten	5.136	762	1.071
Passiva	11.061	6.049	6.869

Die Abnahme der liquiden Mittel (Kassenbestand und Guthaben bei Kreditinstituten) im GJ17A ist maßgeblich durch die Rückzahlung von Darlehen (Verbindlichkeiten gegenüber Unternehmen mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht und sonstige Verbindlichkeiten) sowie des erwirtschafteten Verlusts im GJ17A begründet. Der Anstieg der liquiden Mittel im GJ18A ist bedingt durch die Zuzahlung einzelner Aktionäre in die freie Kapitalrücklage.

Passiva

Das gezeichnete Kapital (Grundkapital) ist in voller Höhe einbezahlt und bleibt innerhalb des Betrachtungszeitraums unverändert.

Der Anstieg der Kapitalrücklage im GJ18A beinhaltet geleistete Zuzahlungen einzelner Aktionäre in Höhe von EUR 3,0 Mio. Die Zuzahlungen erfolgten vor dem Hintergrund, das negative Eigenkapital im Konzernabschluss und im Einzelabschluss der IC AG auszugleichen und die Liquiditätssituation des Konzerns zu verbessern. Die Verbesserung der Liquiditätslage erfolgte auch auf Drängen der Kunden des IC AG Konzerns.

Das erwirtschaftete Eigenkapital stellt die im Konzern aufgelaufenen Verluste dar.

Die Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen ergeben sich aus Pensionszusagen gegenüber zwei ausgeschiedenen Mitarbeitern. Für weitere Pensionszusagen sind externe Rückdeckungsversicherungen seitens der IC AG Gruppe abgeschlossen worden, die an die Begünstigten verpfändet wurden.

Die sonstigen Rückstellungen beinhalten im Wesentlichen personalbezogene Rückstellungen sowie Rückstellungen in Bezug auf andauernde Rechtstreitigkeiten, Nachlaufarbeiten, Kosten der Archivierung, ausstehende Rechnungen und Restrukturierungskosten.

Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sind Ende 2017 stichtagsbezogen zurückgegangen, bleiben aber im Zeitablauf grundsätzlich konstant.

Die Verbindlichkeiten gegenüber Unternehmen mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht sowie die sonstigen Verbindlichkeiten haben sich aufgrund der Rückzahlung von Darlehen im GJ17A verringert.

3 Ermittlung des Unternehmenswerts

1 Vergangetheitsanalyse

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...**
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v...
- 6 Börsenkurs und ...
- 7 Zusammenfassung der ...
- 8 Anhang

Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung IC AG GJ16A – GJ18A

Währung: EUR '000	GJ16A	GJ17A	GJ18A
Property Management	10.513	7.918	8.989
Fonds- / Asset Management	5.067	5.690	5.511
IPH Centermanagement	57	140	308
Umsatzerlöse	15.637	13.748	14.808
Sonstige Erträge	785	755	171
Gesamtleistung	16.423	14.503	14.979
Fremdleistungen	(1.578)	(1.097)	(1.125)
Personalaufwand	(12.176)	(10.629)	(10.612)
Sachaufwand	(5.775)	(3.996)	(3.755)
EBITDA vor Pensionsaufwendungen	(3.107)	(1.219)	(513)
Pensionsaufwendungen	(311)	(209)	(537)
EBITDA	(3.418)	(1.428)	(1.050)
Abschreibungen	(143)	(57)	(65)
EBIT	(3.561)	(1.484)	(1.116)
Finanzergebnis	(95)	(1)	17
Ergebnis vor Steuern	(3.656)	(1.485)	(1.098)
Steuern von Einkommen und Ertrag	(4)	(152)	-
Konzernergebnis	(3.660)	(1.638)	(1.099)

Quelle: Management Reporting IC AG

Ertragslage

Zur besseren Vergleichbarkeit der historischen GuV des IC AG Konzerns mit der Planungsrechnung erfolgt die Darstellung der Vergangenheitsdaten auf Basis des Management Reportings der IC AG, das sich auf die jeweiligen Konzern-Gewinn- und Verlustrechnungen der geprüften Konzernabschlüsse überleiten lässt.

Der Rückgang der Umsatzerlöse im GJ17A (-12,1%) resultiert im Wesentlichen aus der Beendigung von unrentablen Verträgen im Bereich des Property Managements in Verbindung mit der Restrukturierung bzw. Neuaufrichtung der IC AG Gruppe. Der Anstieg im GJ18A (+7,7%) ist durch die Akquisitionen neuer Mandate sowie einem außergewöhnlichen Ertrag betreffend einer Entschädigungszahlung an die IPH Centermanagement GmbH für die vertragliche Übernahme von Risiken i.H.v. TEUR 363 geprägt.

Die als Umsatzerlöse ausgewiesenen Beträge hinsichtlich der IPH Centermanagement betreffen Erträge der IC AG aus der Weiterbelastung konzerninterner Leistungen sowie Ergebnisbeiträge aus dem Anteil der IC AG an der IPH Centermanagement GmbH.

Die sonstigen Erträge des GJ16A und des GJ17A bestehen im Wesentlichen aus der Auflösung von in Vorjahren gebildeten Rückstellungen, während sich die sonstigen Erträge des GJ18A maßgeblich aus Rückzahlungen aus Überzahlungen von Sozialleistungen u.ä. des Vorjahres ergeben.

Die Fremdleistungen betreffen die externen Beauftragung von Dienstleistungen für die Kunden der IC AG Gruppe und sind u.a. durch Leistungsverträge aus dem Fondsgeschäft sowie einem Sonderauftrag angefallen. Diese Leistungsverträge sowie der Sonderauftrag sind Ende des Geschäftsjahres 2018 weitestgehend ausgelaufen. Die Weiterbelastung der Fremdleistungen erfolgt ohne einen Aufschlag und wird als Ertrag in den Umsatzerlösen dargestellt.

Der Rückgang des Personalaufwands ist im Wesentlichen auf die Veränderung des Personalbestands in Verbindung mit den Restrukturierungsmaßnahmen zurückzuführen.

3 Ermittlung des Unternehmenswerts

1 Vergangenheitsanalyse

1 Auftrag und ...	7 Zusammenfassung über ...
2 Beschreibung des ...	8 Anhang
3 Ermittlung des ...	
4 Liquidationswert	
5 Plausibilisierung anhand v ...	
6 Börsenkurs und ...	

Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung IC AG GJ16A -- GJ18A

Währung: EUR '000	GJ16A	GJ17A	GJ18A
Property Management	10.513	7.918	8.989
Fonds- / Asset Management	5.067	5.690	5.511
IPH Centermanagement	57	140	308
Umsatzerlöse	15.637	13.748	14.808
Sonstige Erträge	785	755	171
Gesamtleistung	16.423	14.503	14.979
Fremdleistungen	(1.578)	(1.097)	(1.125)
Personalaufwand	(12.176)	(10.629)	(10.012)
Sachaufwand	(5.775)	(3.996)	(3.755)
EBITDA vor Pensionsaufwendungen	(3.107)	(1.219)	(513)
Pensionsaufwendungen	(311)	(209)	(537)
EBITDA	(3.418)	(1.428)	(1.050)
Abschreibungen	(143)	(57)	(65)
EBIT	(3.561)	(1.484)	(1.116)
Finanzergebnis	(95)	(1)	17
Ergebnis vor Steuern	(3.656)	(1.485)	(1.098)
Steuern von Einkommen und Ertrag	(4)	(152)	-
Konzernergebnis	(3.660)	(1.638)	(1.098)

Quelle: Management Reporting IC AG

Der Abbau der Sachaufwendungen resultiert aus Kosteneinsparungen im Zusammenhang mit den Verwaltungskosten, den Raummieten sowie den Vertriebskosten. Die Wesentlichen Posten der Sachaufwendungen stellen Mietaufwendungen sowie Aufwendungen für geleaste IT-Ausstattung (rd. 50% der Sachaufwendungen) dar.

Die Pensionsaufwendungen stellen Zuführungen der Pensionsrückstellungen für zwei ehemalige Mitarbeiter der IC AG Gruppe dar. Der Anstieg im GJ18A resultiert aus der Anpassung an die Beamtensoldung gemäß der versicherungsmathematischen Berechnung der Pensionsrückstellungen.

Der Stueraufwand des GJ17A ist in Folge der periodenfremden Aufwendungen für Ertragssteuern entstanden.

3 Ermittlung des Unternehmenswerts

2 Planungsanalyse

1. Auftrag und ...	7 Zusammenfassung der ...
2. Beschreibung des ...	8 Anhang
3. Ermittlung des ...	
4. Liquidationswert	
5. Plus/Minusbilanzierung anhand v ...	
6. Börsenkurs und ...	

Planungsprozess der IC AG Gruppe

Die Planungsrechnung der IC AG Gruppe, die der nachfolgend dargestellten Planungsplausibilisierung zugrunde liegt, basiert auf der Ende 2018 aufgestellten Budgetplanung für das Geschäftsjahr 2019, die im Oktober 2019 um die Ist-Zahlen des ersten Halbjahres 2019 sowie die aktuellen Erwartungen des Vorstands für das zweite Halbjahr 2019 angepasst wurde, sowie der im Oktober 2019 erstellten Planungsrechnung für die Jahre 2020 bis 2022. Der Aufsichtsrat hat die Budgetplanung für das Geschäftsjahr 2019 sowie die Planungsrechnung für die Jahre 2020 bis 2022 zur Kenntnis genommen.

Die Budgetplanung für 2019 erfolgte (wie in der Vergangenheit) gemäß Bottom-up-Prinzip durch die jeweiligen verantwortlichen Niederlassungs-/Teamleiter der oben aufgeführten einzelnen Leistungsbereiche. Die jeweils zuständigen Geschäftsführer unterstützen die verantwortlichen Ersteller bereits innerhalb des Planungsprozesses und zirkulieren nach Durchsicht der Entwurfsbudgetplanung ihre Anmerkungen und Kommentare an die verantwortlichen Ersteller. Der angepasste Entwurfsbudgetplan wird im Anschluss dem Aufsichtsrat vorgestellt und zur Kenntnisnahme gebracht.

Diese grundsätzlich nach den Rechnungslegungsgrundsätzen des HGB in EUR erstellte Budgetplanung basiert auf der zukünftigen, erwarteten Geschäftsentwicklung auf Ebene der einzelnen Serviceleistungen bzw. Budgetpläne der Einzelgesellschaften unter Berücksichtigung aktueller Geschäftsanbahnungen.

Die Planung ist unterteilt in detaillierte Umsatzerwartungen der folgenden operativen Leistungsbereiche:

- Property Management: Planung zu regelmäßigen Erlösen aus dem kaufmännischen und technischen Property Management, inkl. Buchhaltung sowie Sonderleistung z.B. aus Mietvertragsprolongation oder Ersatzinvestitionsbetreuung;
 - Asset- und Fondsmanagement: Planung aller regelmäßigen Gebühren, Sonderleistungen wie z.B. Verkäufen von Bestandsobjekten von Fonds, Investments (Transaktionsgeschäft), Projektsteuerung und Vermietungsgeschäft;
 - Weiterbelastung interner Leistungen an die IPH Centermanagement GmbH.
- Weiterhin erfolgt eine Unterteilung innerhalb der Bereiche in vertragliche Regelleistungen und darüberhinausgehende Sonderleistungen, die gegenüber den Regelleistungen deutlich volatil sind.
- Aufsatzpunkt für die Prognose der Umsatzerlöse sind die bereits vertraglich bestehenden Leistungsvereinbarungen sowie eine detaillierte Analyse zukünftigen Neugeschäfts, auf Basis eines monatlichen Pipeline-Reporting über potenzielle Neuprojekte.
- Die geplanten Aufwendungen basieren auf einer detaillierten Personalkostenplanung sowie zentraler Plannahmen zu Gehaltserhöhungen und Sonderzahlungen an Mitarbeiter, allgemeinen Verwaltungs- bzw. Konzernumlagen sowie Sachaufwendungen auf Ebene der einzelnen Niederlassungen. Die Planung der Abschreibungen erfolgt aus der Fortentwicklung des Anlagevermögens unter Berücksichtigung der erwarteten Investitionen. Die Entwicklung des Working Capital ist nicht explizit in der Planung der IC AG Gruppe enthalten. Die Erwartungen des Managements hinsichtlich der Veränderung des Working Capital wurden uns im Rahmen unserer Analyse des Geschäftsplans mitgeteilt.

Die Planungsrechnung für Jahre 2020 bis 2022 wurde vom Vorstand auf Basis der Budgetplanung 2019 und den aktuellen Erwartungen für die Folgejahre fortgeschrieben. Dabei wurde insbesondere der strategischen Ausrichtung der IC AG Gruppe auf das stabile Property Management Rechnung getragen.

3 Ermittlung des Unternehmenswerts

2 Planungsanalyse

7 Zusammenfassung der ...
8 Anhang

1 Auftrag und ...
2 Beschreibung des ...

3 Ermittlung des ...

4 Liquidationswert
5 Plausibilisierung anhand v ...
6 Börsenkurs und ...

Plan Gewinn- und Verlustrechnung IC AG Gruppe GJ19F – GJ22P

Währung: EUR '000	GJ19F	GJ20P	GJ21P	GJ22P
Property Management	9.658	10.641	11.361	12.138
Fonds- / Asset Management	7.035	7.301	7.590	7.894
IPH, Weiterbelastung interner Leistungen	90	150	150	150
Umsatzerlöse	16.783	18.092	19.101	20.182
Sonstige Erträge	651	-	-	-
Gesamtleistung	17.434	18.092	19.101	20.182
Fremdleistungen	(559)	(500)	(510)	(520)
Personalaufwand	(11.908)	(13.069)	(13.644)	(14.038)
Sachaufwand	(4.144)	(4.247)	(4.073)	(4.202)
Sonstige Holding Kosten	(200)	n/a	n/a	n/a
EBITDA vor Pensionsaufwendungen für Pensionsrückstellungen	622	276	874	1.422
Pensionsaufwendungen	(252)	(257)	(262)	(267)
EBITDA	370	18	611	1.155
Abschreibungen	(90)	(74)	(74)	(74)
EBIT	280	(56)	537	1.081
IPH Ergebnisbeitrag	60	100	100	100
Finanzergebnis	3	-	-	-
Ergebnis vor Steuern	343	44	637	1.181
Bereinigung Personalkosten	150	150	-	-
Anpassung Pensionsaufwendungen	252	257	262	267
Angepasstes Ergebnis vor Steuern (bewertungsrelevant)	745	452	900	1.448

Die im Rahmen der halbjährlichen Soll-Ist-Analyse des Managements der IC AG Gruppe angepasste Planungsrechnung für 2019 ist in nebenstehender Tabelle dargestellt. Die Anpassung betrifft die Einbeziehung der Ist-Zahlen für das erste Halbjahr 2019 sowie die Anpassung des zweiten Halbjahres 2019 an die aktualisierten Erwartungen.

Im Zuge der Bewertung waren bewertungstechnische Anpassungen erforderlich, die im Rahmen der Beschreibung der Bewertung dargestellt werden.

Vorüberlegungen zur Planungsanalyse und Plausibilisierung

Für Zwecke der Plausibilisierung der Planungsrechnung der IC AG Gruppe wurde die Umsatzentwicklung auf Ebene der einzelnen Dienstleistungsbereiche, unterteilt in Regel- und Sonderleistungen, analysiert. Dabei wurde das prognostizierte Umsatzwachstum vor dem Hintergrund der historischen Umsatzentwicklung (GJ16A bis GJ18A), makroökonomischer Kennzahlen sowie im Hinblick auf Tendenzsagen aus branchenrelevanten Marktstudien untersucht.

Ergänzend erfolgte eine Gegenüberstellung der Wachstumsannahmen des Managements der IC AG zu Vergleichsunternehmen sowie eine Einordnung in das makroökonomische Konjunktur- und branchenspezifische Marktumfeld.

Die geplanten Aufwendungen haben wir auf Basis der historischen Entwicklung und der geplanten Gesamtgeschäftsentwicklung analysiert.

Planungsanalyse Gewinn- und Verlustrechnung

Der Detailplanungszeitraum ist gekennzeichnet durch den Abschluss der Restrukturierungsphase und der Fokussierung auf das Kerngeschäft Property Management, das in GJ19F rd. 57,5% der geplanten Umsätze ausmacht und bis GJ22P auf einen Umsatzanteil von rd. 60,1% anwachsen soll. Für diesen Bereich ist ein durchschnittlich Umsatzanstieg von 7,9% p.a. (CAGR) zwischen GJ19F und GJ22P geplant.

3 Ermittlung des Unternehmenswerts

2 Planungsanalyse

1 Auftrag und ...	7 Zusammenfassung der ...
2 Beschreibung des ...	8 Anhang
3 Ermittlung des ...	
4 Liquidationswert	
5 Plausibilisierung anhand v ...	
6 Börsenkurs und ...	

Plan Gewinn- und Verlustrechnung IC AG Gruppe GJ19F -- GJ22P

Währung: EUR '000	GJ19F	GJ20P	GJ21P	GJ22P
Property Management	9.658	10.641	11.361	12.138
Fonds- / Asset Management	7.035	7.301	7.590	7.894
IPH, Weiterbelastung interner Leistungen	90	150	150	150
Umsatzerlöse	16.783	18.092	19.101	20.182
Sonstige Erträge	651	-	-	-
Gesamtleistung	17.434	18.092	19.101	20.182
Fremdleistungen	(559)	(500)	(510)	(520)
Personalaufwand	(11.908)	(13.069)	(13.644)	(14.038)
Sachaufwand	(4.144)	(4.247)	(4.073)	(4.202)
Sonstige Holding Kosten	(200)	n/a	n/a	n/a
EBITDA vor Pensionsaufwendungen für Pensionsrückstellungen	622	276	874	1.422
Pensionsaufwendungen	(252)	(257)	(262)	(267)
EBITDA	370	18	611	1.155
Abschreibungen	(90)	(74)	(74)	(74)
EBIT	280	(56)	537	1.081
IPH Ergebnisbeitrag	60	100	100	100
Finanzergebnis	3	-	-	-
Ergebnis vor Steuern	343	44	637	1.181
Bereinigung Personalkosten	150	150	-	-
Anpassung Pensionsaufwendungen	252	257	262	267
Angepasstes Ergebnis vor Steuern (bewertungsrelevant)	745	452	900	1.448

Quelle: Business Plan 2019-2022 der IC AG Gruppe; EY Analyse

IC Immobilien Holding AG; Gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswerts der IC Immobilien Holding AG, Frankfurt am Main, und zur angemessenen Barabfindung gemäß § 327h Abs. 1 AktG | Seite 26 von 89

Schlüsselfaktoren für diese Erwartung sind ein erwartetes anhaltendes Interesse ausländischer Investoren, die bei zu erwartenden sinkenden Renditen im Bereich der Gewerbeimmobilien eine effiziente und kostengünstige Verwaltung aus einer Hand erwarten. Des Weiteren hat die IC AG Gruppe in den letzten Jahren im Bereich Property Management ihre Expertise nach außen hin demonstrieren können, so dass das Unternehmen auch für größere Projekte in diesem Geschäftsfeld Kunden gewinnen konnte und dies gleichermaßen für die Zukunft erwartet.

Das Fondmanagement ist aufgrund der in den nächsten Jahren sukzessive auslaufenden geschlossenen Immobilienfonds stark rückläufig. Diesen zu erwartenden Rückgang plant das Management der IC AG Gruppe durch das Asset Management zu kompensieren.

Für das Geschäftsfeld Fond-/ Asset Management wird über den gesamten Planungszeitraum GJ19F bis GJ22P eine durchschnittliche Wachstumsrate von 3,9% p.a. (CAGR) erwartet. Der zu erwartende Rückgang des sicheren Fondsmanagements wird somit durch den geplanten Anstieg des deutlich volatileren transaktionsbezogenen Asset Managements überkompensiert.

Die geplanten Umsatzerlöse mit der IPH betreffen die Weiterbelastung interner Dienstleistungen der IC AG gegenüber der IPH Centermanagement GmbH.

Die sonstigen Erträge im GJ19F betreffen im Wesentlichen die Auflösung von in der Vergangenheit gebildeter Rückstellungen.

Fremdleistungen entstehen im Wesentlichen aus der Vergabe von Dienstleistungen an externe Dienstleister. Die Aufwendungen werden ohne weiteren Aufschlag an den Kunden in Rechnung gestellt. Eine direkte Gegenposition ist somit in den Umsatzerlösen enthalten. Gegenüber der Vergangenheit sollen insgesamt weniger Dienstleistungen durch fremde Dritte sondern direkt durch die IC AG Gruppe erbracht werden.

Der Personalaufwand ist die wesentliche Aufwandsposition der IC AG Gruppe. Die Personalaufwandsquote* ist von 77,9% im GJ16A auf 71,7% in GJ18A gesunken.

* Personalaufwand vor Bereinigungen und ohne Pensionsaufwendungen im Verhältnis zu Umsatzerlösen

3 Ermittlung des Unternehmenswerts

2 Planungsanalyse

1 Auftrag und ...
2 Beschreibung des ...
3 Ermittlung des ...
4 Liquidationswert
5 Planbilanzierung anhand v ...
6 Börsenkurs und ...
7 Zusammenfassung der ...
8 Anhang

Plan Gewinn- und Verlustrechnung IC AG Gruppe GJ19F – GJ22P

Währung: EUR '000	GJ19F	GJ20P	GJ21P	GJ22P
Property Management	9.658	10.641	11.361	12.138
Fonds- / Asset Management	7.035	7.301	7.590	7.894
IPH, Weiterbelastung interner Leistungen	90	150	150	150
Umsatzerlöse	16.783	18.092	19.101	20.182
Sonstige Erträge	651	-	-	-
Gesamtleistung	17.434	18.092	19.101	20.182
Fremdleistungen	(559)	(500)	(510)	(520)
Personalaufwand	(11.908)	(13.069)	(13.644)	(14.038)
Sachaufwand	(4.144)	(4.247)	(4.073)	(4.202)
Sonstige Holding Kosten	(200)	n/a	n/a	n/a
EBITDA vor Pensionsaufwendungen für Pensionsrückstellungen	622	276	674	1.422
Pensionsaufwendungen	(252)	(257)	(262)	(267)
EBITDA	370	18	611	1.155
Abschreibungen	(90)	(74)	(74)	(74)
EBIT	280	(56)	537	1.081
IPH Ergebnisbeitrag	60	100	100	100
Finanzergebnis	3	-	-	-
Ergebnis vor Steuern	343	44	637	1.181
Bereinigung Personalkosten	150	150	-	-
Anpassung Pensionsaufwendungen	252	257	262	267
Angepasstes Ergebnis vor Steuern (bewertungsrelevant)	745	452	900	1.448

Quelle: Business Plan 2019-2022 der IC AG Gruppe; EY Analyse

Für das GJ19F wird eine weitere Absenkung auf 71,0% geplant. Im folgenden GJ20P wird ein leichter Anstieg der Personalaufwandsquote auf 72,2% für den notwendigen Personalaufbau geplant, um den geplanten Umsatzanstieg zu gewährleisten. U.a. will die IC AG bereits seit längerem eine zweite Vorstandsposition besetzen. In der Planung wurde die Besetzung dieser Vorstandsposition ab dem zweiten Halbjahr 2019 mit einem geplanten Jahresgehalt i.H.v. TEUR 300 berücksichtigt (d.h. in GJ19F mit TEUR 150).

Da diese Vorstandsposition aktuell noch unbesetzt ist, sind wir für Bewertungszwecke davon ausgegangen, dass diese Position erst im zweiten Halbjahr 2020 besetzt wird. Dementsprechend haben wir die Personalkosten in GJ19F um TEUR 150 sowie in GJ20P um TEUR 150 bereinigt.

In den Folgejahren wird durch operative Skaleneffekte, der weiteren Optimierung der personellen Strukturen und einer konsequenten Umsetzung eines variablen Vergütungssystems eine Senkung der Personalaufwandsquote auf 69,6% bis zum GJ22P geplant.

Die Sachaufwendungen bestehen aus sonstigen Aufwendungen wie Mieten und Pachten für selbstgenutzte Bürolimmobilien, IT Kosten, Kfz-Aufwendungen, Reise- und Bewirtungskosten.

Durch effektives Kostenmanagement ist die Sachaufwandsquote (in Bezug zu den Umsatzerlösen) von 36,9% im GJ16A auf 25,4% im GJ18A gesunken. Das Management der IC AG Gruppe plant, dass diese Quote auch im Planungszeitraum jedes Jahr bis auf 20,8% im GJ22P kontinuierlich sinken wird.

Aufgrund der geplanten Umsatzsteigerung gepaart mit der Optimierung der Aufwendungen erwartet das Management der IC Gruppe für den Planungszeitraum bis GJ22P eine Verfestigung des zu erwartenden Turn-arounds in GJ19F. Dementsprechend erwartet das Management der IC AG Gruppe im GJ19F erstmals seit GJ12A ein positives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA – vor Pensionsaufwendungen für Pensionsrückstellungen) i.H.v. TEUR 622, das bis GJ22P auf TEUR 1.422 gesteigert werden soll. Das bedeutet eine Steigerung der erstmals seit GJ12A positiven EBITDA-Marge (vor Pensionsaufwendungen für Pensionsrückstellungen) von 3,7% in GJ19F auf 7,0% in GJ22P.

3 Ermittlung des Unternehmenswerts

2 Planungsanalyse

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...**
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v. ...
- 6 Börsenkurs und ...
- 7 Zusammenfassung der ...
- 8 Anhang

Plan Gewinn- und Verlustrechnung IC AG Gruppe GJ19F – GJ22P

Währung: EUR '000	GJ19F	GJ20P	GJ21P	GJ22P
Property Management	9.658	10.641	11.361	12.138
Fonds- / Asset Management	7.035	7.301	7.590	7.894
IPH, Weiterbelastung interner Leistungen	90	150	150	150
Umsatzerlöse	16.783	18.092	19.101	20.182
Sonstige Erträge	651	-	-	-
Gesamtleistung	17.434	18.092	19.101	20.182
Fremdleistungen	(559)	(500)	(510)	(520)
Personalaufwand	(11.908)	(13.069)	(13.644)	(14.038)
Sachaufwand	(4.144)	(4.247)	(4.073)	(4.202)
Sonstige Holding Kosten	(200)	n/a	n/a	n/a
EBITDA vor Pensionsaufwendungen für Pensionsrückstellungen	622	276	874	1.422
Pensionsaufwendungen	(252)	(257)	(262)	(267)
EBITDA	370	18	611	1.155
Abschreibungen	(90)	(74)	(74)	(74)
EBIT	280	(56)	537	1.081
IPH Ergebnisbeitrag	60	100	100	100
Finanzergebnis	3	-	-	-
Ergebnis vor Steuern	343	44	637	1.181
Bereinigung Personalkosten	150	150	-	-
Anpassung Pensionsaufwendungen	252	257	262	267
Angepasstes Ergebnis vor Steuern (bewertungsrelevant)	745	452	900	1.448

Quelle: Business Plan 2019-2022 der IC AG Gruppe; EY Analyse

Die geplanten Pensionsaufwendungen für Pensionsrückstellungen des GJ19F hat das Management der IC AG Gruppe auf Basis des vorhandenen versicherungsmathematischen Gutachtens zum 31. Dezember 2018 für die nachfolgenden Planjahre GJ20P bis GJ22P fortgeschrieben. Bei den Pensionsverpflichtungen handelt es sich um unverfallbare Anwartschaften bzw. Pensionsansprüchen aus der IC AG Gruppe ausgeschiedener Personen. Für Bewertungszwecke sind wir davon ausgegangen, dass im Planungszeitraum keine weiteren Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen erforderlich sind und haben die Planungsrechnung dementsprechend angepasst. Zukünftige Zinsaufwendungen im Zusammenhang mit den Pensionsrückstellungen haben wir vereinfachend vernachlässigt.

Planmäßige Abschreibungen auf die immateriellen und materiellen Vermögensgegenstände werden durch das Management der IC AG Gruppe nahezu konstant geplant.

Der geplante IPH Ergebnisbeitrag betrifft das geplante auf die IC AG entfallende anteilige Ergebnis der IPH Centermanagement GmbH (vor Unternehmenssteuern).

Die Budgetplanung berücksichtigt weder Zinsaufwendungen noch Zinserträge. Bestehende Darlehen wurden Ende GJ18A getilgt; für die vorhandenen liquiden Mittel werden bei der derzeitigen Zinssituation keine Zinserträge erwartet.

Aufgrund der vorhanden steuerlichen Verlustvorträge werden über die gesamte Planungsperiode keine Steuern prognostiziert.

Für Bewertungszwecke haben wir auf Basis des geplanten EBT unter Berücksichtigung eines gewichteten gewerbesteuerlichen Hebesatzes die Gewerbe- und Körperschaftsteuer pro Periode neu berechnet (siehe Abschnitt 3/5 „Ableitung des Ertrags- / Unternehmenswerts“).

Für die bestehenden steuerlichen Verlustvorträge haben wir einen Sonderwert ermittelt, der dem Ertragswert hinzugerechnet wird.

3 Ermittlung des Unternehmenswerts

2 Planungsanalyse

1 Auftrag und ...	7 Zusammenfassung der ...
2 Beschreibung des ...	8 Anhang
3 Ermittlung des ...	
4 Liquidationswert	
5 Plausibilisierung anhand v ...	
6 Börsenkurs und ...	

Plan-Ist-Vergleich

In 2016 hat ein Wechsel in der Führungsebene der IC AG Gruppe stattgefunden. Das neue Management hat die Restrukturierungsmaßnahmen eingeleitet bzw. vorangetrieben und ist für die Geschäftsentwicklung seit GJ17A sowie die aktuelle Planungsrechnung verantwortlich.

Der Plan-Ist-Vergleich für GJ17A zeigt eine Unterschreitung der geplanten Gesamtleistung um rd. EUR -1,1 Mio. (bzw. -7,0%). Dies resultierte im Wesentlichen aus der Restrukturierungsbedingten Kündigung von unrentablen Aufträgen, die nicht in dem erwarteten Maße mit ertragsstärkeren Aufträgen aufgefangen werden konnte. Gleichzeitig hat die IC AG Gruppe die geplanten Personalkosten und Sachaufwendungen insgesamt um rd. EUR 0,8 Mio. unterschritten, bedingt durch die Standortverlegung der Gesellschaft nach Frankfurt am Main und der Zusammenführung einzelner Funktionen an wenige Standorte. Diese Einsparungen konnten jedoch die Planabweichung der Gesamtleistung nicht vollständig kompensieren, wodurch das geplante EBITDA mit rd. EUR -1,2 Mio. um rd. EUR -0,3 Mio. niedriger als geplant ausgefallen ist.

Im GJ18A wurde die geplante Gesamtleistung von rd. EUR 14,8 Mio. mit rd. EUR 15,0 Mio. erreicht bzw. leicht übertroffen. Im Hinblick auf die einzelnen Geschäftsfelder wurden die Erwartungen im Property Management um rd. EUR 1,1 Mio. übertroffen, während im Fonds-/Asset Management die Budgetzahlen um rd. EUR -1,2 Mio. verfehlt wurden. Vor allem bei dem im Aufbau befindlichen und projektbezogenen Dienstleistungen Vermietung und Investment konnten die Ziele nicht erreicht werden.

Die im Zusammenhang mit den Umsatzerlösen stehenden geplanten Fremdleistungen fielen allerdings mit rd. EUR 1,1 Mio. um rd. EUR 0,7 Mio. über Plan aus. Dagegen wurden die tatsächlichen Personal- und die Sachaufwendungen um insgesamt rd. EUR 0,8 Mio. gegenüber den Planwerten, u.a. aufgrund der provisionsbasierten Vergütungsstruktur des Fonds-/Asset Managements unterschritten.

Im Ergebnis wurde dadurch das geplante EBITDA im GJ18A von rd. EUR -0,8 Mio. mit rd. EUR -0,5 Mio. um rd. EUR 0,2 Mio. übertroffen.

Zum Ende des ersten Halbjahres des GJ19 hat die IC AG Gruppe ihre Planung im Hinblick auf die geplanten Umsatzerlöse von rd. EUR 7,8 Mio. (Ist: EUR 7,6 Mio.) sowie die geplante Gesamtleistung von rd. EUR 7,8 Mio. (Ist: EUR 7,8 Mio.) erreicht. Das geplante EBITDA von rd. EUR -0,5 Mio. wurde mit einem erreichtem EBITDA von rd. EUR -0,1 Mio. übertroffen. Grund hierfür sind geringere Personal- und Sachaufwendungen, u.a. bedingt durch noch nicht erfolgte, geplante Gehaltserhöhungen sowie noch nicht erfolgte Mitarbeiterinstellungen im Geschäftsbereich Vermietung.

Für das verbleibende zweite Halbjahr des GJ19 sind für die Planerreicherung noch rd. 55,7% des geplanten Geschäftsjahresumsatzes zu erwirtschaften. Unter Berücksichtigung der noch ausstehenden Gehaltsanpassungen erwartet das Management der IC AG Gruppe die budgetierten Umsatzerlöse und das budgetierte EBITDA zu erreichen. Das Management der IC AG Gruppe begleitet aktuell drei größere Transaktionen, deren positiver Abschluss in dem aktualisierten Forecast GJ19F der IC AG Gruppe bereits abgebildet ist. Dennoch gilt zu beachten, dass der Abschluss dieser Transaktionen mit entsprechender Umsatzrealisierung seitens der IC AG Gruppe in GJ19F derzeit noch mit hoher Unsicherheit behaftet ist.

Nach dem Managementwechsel konnten die Planzahlen auf Ebene der Gesamtleistung und des EBITDA bei Umsetzung der Restrukturierungsmaßnahmen und einhergehend mit der weiteren Neuausrichtung der Unternehmensstrategie nahezu erreicht werden.

3 Ermittlung des Unternehmenswerts

2 Planungsanalyse

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...**
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v...
- 6 Börsenkurs und ...
- 7 Zusammenfassung der ...
B-Anhang

Durch die gefestigten Managementstrukturen ist zu erwarten, dass sich die Prognosegenauigkeit zum aktuellen Stand gegenüber der Vergangenheit durch die vom Management verfolgte Strategie und der Einführung eines permanenten Pipeline-Reportings potenzieller Aufträge weiter verbessert.

Es gilt jedoch zu berücksichtigen, dass das volatile transaktionsbezogene Asset Management eingeschränkt planbar ist. Einzelne abgeschlossene Transaktionen der Kunden der IC AG im Asset Management können bereits deutliche Auswirkungen auf die Umsatzerlöse und das Ergebnis haben, während deren erfolgreicher Abschluss nur sehr eingeschränkt durch das Management der IC AG Gruppe beeinflusst werden kann.

Vor dem Hintergrund der strategischen Ausrichtung der IC AG Gruppe, des Markt- und Wettbewerbsumfelds und der vorweg dargestellten Analyse der Vergangenheit und der Planungsrechnung, kann die vorliegende Planungsrechnung als geeignete Grundlage für die Ermittlung Unternehmenswerts der IC AG erachtet werden.

3 Ermittlung des Unternehmenswerts

3 Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

1 Auftrag und
2 Beschreibung des

3 Ermittlung des ...

4 Liquidationswert
5 Plausibilisierung anhand v...
6 Börsenkurs und ...

7 Zusammenfassung der
8 Anhang

Nachhaltiges Ergebnis (ewige Rente)

Im Anschluss an die Detailplanungsphase (ab 2023 ff.) haben wir ein nachhaltiges Ergebnis angesetzt, das ein langfristiges, über Boom- und Rezessionsphasen im Mittel erzielbares Ergebnis abbildet. Wir haben dabei die Umsatzerlöse in 2023 ff. in Höhe der Umsatzerlöse des Planjahres 2022 zuzüglich eines nachhaltigen Wachstums von 1,0% abgeleitet („Wachstumsabschlag“). In dieser Annahme spiegelt sich das – unter Berücksichtigung von kostenseitigen Preissteigerungen und im Unternehmen erzielbaren Effizienzsteigerungen – erwartete nachhaltige Ergebniswachstum wider. Über den Wachstumsabschlag wird unterstellt, dass die entziehbaren Überschüsse der Gesellschaft unter Berücksichtigung der Entwicklung der Erträge und Kosten nachhaltig wachsen. Die Höhe des Wachstumsabschlags spiegelt sich in der makroökonomischen Analyse wieder. Für Deutschland, die Region, in der die IC AG Gruppe ihre Tätigkeiten ausübt, wird ein Rückgang der Wachstumsrate des BIP auf 1,0% in 2023 erwartet. Darüber hinaus ist der Markt wettbewerbsintensiv, was die Aussichten auf ein langfristig überdurchschnittliches Wachstum begrenzt.

Für die Ableitung der nachhaltigen EBITDA-Marge gilt es zu berücksichtigen, dass sich die IC AG Gruppe in einem bereits mehrere Jahre andauernden Restrukturierungsprozess befindet, der in 2019 noch nicht abgeschlossen ist. Dieser Restrukturierungsprozess geht einher mit einer Repositionierung am Markt. Eine Einzahlung einzelner Aktionäre von EUR 3,0 Mio. in 2018 wurde erforderlich, um ausreichende Liquidität gegenüber den Kunden aufzuzeigen und erfolgreich am Markt zu agieren. Aufgrund der Restrukturierungsmaßnahmen sowie dem Abschluss verbesserter Property-Management-Verträge wird für 2019 erstmals seit dem Geschäftsjahr 2012 ein positives Konzernergebnis bei einer geplanten EBITDA-Marge von rd. 4,6% (nach Bereinigungen) erwartet. Für den Planungszeitraum wird unter der Annahme der anhaltenden konjunkturellen Hochphase ein weiterer Anstieg der EBITDA-Marge bis auf rd. 7,0% erwartet. Die Vergangenheitszahlen sind noch kein Beleg für einen langfristigen, dauerhaften Turn-around. Einzig die in der Planungsrechnung dargelegten Erwartungen des Managements der IC AG Gruppe für die GJ20P bis GJ22P sollen den dauerhaften Turn-around nach Abschluss der Restrukturierungsmaßnahmen unterstreichen. Dabei gilt es zu beachten, dass es zwischen der IC AG Gruppe und ihren Kunden keine langfristigen Vertragsbeziehungen gibt. Die Verträge sind in der Regel mit Ablauf eines Jahres kündbar. Die IC AG Gruppe agiert in einem weitgehend gesättigten Markt, auf dem eine Vielzahl von Anbietern agieren. Die IC AG Gruppe zeichnet vor allem aus, dass sie alle Immobiliendienstleistungen aus einer Hand anbietet, allerdings zu höheren Preisen als ihre unmittelbaren Konkurrenten. Sollten zukünftig internationale Anbieter verstärkt auf den deutschen Markt drängen, hätte dies erheblichen Einfluss auf weiteres Umsatzwachstum und die Marge-Situation der IC AG Gruppe.

Neben diesen kurz- bis mittelfristigen Erwartungen sind für die Ableitung der ewigen Rente auch langfristige Tendenzen und branchenspezifische Marktzyklen, Marktsättigung und Konkurrenzsituation u.ä. zu berücksichtigen. Bereits für 2020 bestehen Rezessionsanzeichen für Deutschland einerseits direkt (z.B. aufgrund des sinkenden Bruttoinlands und des Umbaus der Automobilindustrie) andererseits indirekt aufgrund des ungeklärten BREXIT und des anhaltenden Handelsstreits zwischen USA, China und Europa. Entsprechend negative Entwicklungen sind in der Planungsrechnung nicht berücksichtigt. Rezessionsphasen haben einen überdurchschnittlich hohen Einfluss auf die neben den Regelleistungen angebotenen margenträchtigen Sonderleistungen, d.h. Phasen des konjunkturellen Abschwungs und der Rezession haben einen erhöhten Margenrückgang zur Folge.

Für die vergangenen drei Geschäftsjahre GJ16A bis GJ18A ergibt sich eine durchschnittliche negative EBITDA-Marge von minus 13,1%. Für den Zeitraum GJ16A bis GJ22P ergibt sich unter Berücksichtigung des erwarteten erfolgreichen Turn-arounds eine durchschnittliche negative EBITDA-Marge von minus 3,0%. Für den Planungszeitraum GJ19F bis GJ22P wird eine jährlich steigende EBITDA-Marge zwischen 4,6% in GJ19F (bzw. 2,4% in GJ20P) und 7,0% in GJ22P erwartet, d.h. eine durchschnittliche EBITDA-Marge für GJ19F bis GJ22P von 4,6%. In Erwartung an den weiterhin erfolgreichen Turn-around, unter Berücksichtigung, dass sich die zugrundeliegende Branche in 2019 nach einer rd. zehn Jahre andauernden Wachstumsphase auf einem erneuten historischen Höhepunkt befindet und bereits für die Jahre ab 2020 Rezessionsanzeichen bestehen, haben wir für die ewige Rente eine nachhaltige EBITDA-Marge in Höhe der EBITDA-Marge des letzten Planjahres GJ22P i.H.v. 7,0% abgeleitet.

3 Ermittlung des Unternehmenswerts

4 Ausschüttungspotenzial und zurechenbares Ergebnis

Gewinnausschüttung und Ergebnisthesaurierung

Gewinnausschüttung

Für die Detailplanungsphase und für die ewige Rente ist eine Annahme über die Verwendung der von der IC AG erwirtschafteten Mittel erforderlich. Neben den unternehmensspezifischen Finanzierungserfordernissen sind dabei insbesondere die gesetzlichen Regelungen zur Bildung von Rücklagen (§ 272 Abs. 2 Nr. 1 bis 3 HGB) sowie die Regelungen über sogenannte Ausschüttungssperren, z.B. in Bezug auf selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens (§ 268 Abs. 8 HGB), zu beachten.

In der Fachliteratur wurden für die Vergangeneheit wiederholt Dividendenausschüttungsquoten für DAX- und MDAX-Unternehmen von 40% bis 60% angegeben (vgl. Wagner et al.: „Weiterentwicklung der Grundsätze der Unternehmensbewertung“, WPG 2004, Nr. 17, S. 889 - 906; WPH Edition – Bewertung und Transaktionsberatung, IDW Verlag 2018, S. 98, Tz. 280; Schultze/Fischer: „Ausschüttungsquoten, kapitalwertneutrale Wiederanlage und Vollausschüttungsannahme – Eine kritische Analyse der Wertrelevanz des Ausschüttungsverhaltens im Rahmen der objektivierte Unternehmensbewertung, WPG 2013, S. 421 - 435 m.w.N.). Dabei sind branchen- und unternehmensspezifische Besonderheiten zu beachten.

Branchentypische Besonderheiten liegen dahingehend vor, dass Vergleichsunternehmen mehrheitlich ausschließlich bzw. fast ausschließlich eigenkapitalfinanziert sind. Unternehmensspezifische Besonderheit ist insbesondere der zum 31. Dezember 2018 auf Ebene der IC AG bestehende Bilanzverlust.

Ausschüttungen an die Anteilseigner sind grundsätzlich erst möglich, sobald der Bilanzverlust durch zukünftige Jahresüberschüsse ausgeglichen wird. Bewertungstechnisch sind wir daher davon ausgegangen, dass die bestehenden Kapitalrücklagen aufgelöst und mit dem Bilanzverlust verrechnet werden, um Ausschüttungen zu ermöglichen. Zudem sind wir davon ausgegangen, dass die Erfordernis der Bildung gesetzlicher Rücklagen sowie die Beachtung der Ausschüttungssperre durch fiktive Kapitalherabsetzungen Rechnung getragen werden kann. Dadurch können die geplanten Jahresüberschüsse in voller Höhe ausgeschüttet werden. Für die Gesellschaften der IC AG Gruppe sind wir unabhängig von der zeitlichen Verschiebung der Gewinnfeststellungen bei den einzelnen Gesellschaften von einer phasengleichen Gewinnvereinnahmung auf Ebene der IC AG ausgegangen.

Aufgrund der negativen Ergebnissituation der IC AG Gruppe und der bestehenden Verlustvorträge lassen sich aus der jüngeren Vergangenheit keine Ausschüttungsquoten ableiten. Die IC AG ist Ende des Geschäftsjahres 2019 (mit Ausnahme der Pensionsverpflichtungen) zu 100% eigenfinanziert ist. Im Hinblick auf den geringen Investitionsbedarf der IC AG Gruppe ist das Potenzial von Erweiterungsinvestitionen und damit die Möglichkeiten kapitalwertneutraler Anlagen in das Unternehmen eingeschränkt. Dennoch sind wir für den Planungszeitraum GJ19F bis GJ22P und in der ewigen Rente entsprechend der beobachtbaren durchschnittlichen Dividendenausschüttungsquote für DAX- und MDAX-Unternehmen von einer 50%igen Ausschüttungsquote ausgegangen.

Die Gewinnausschüttungen wurde um die persönliche Ertragsteuer (Abgeltungssteuer einschließlich Solidaritätszuschlag) von 26,375% gemindert.

3 Ermittlung des Unternehmenswerts

4 Ausschüttungspotenzial und zurechenbares Ergebnis

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...**
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v. ...
- 6 Börsenkurs und ...

7 Zusammenfassung der ...
8 Anhang

Ergebnisthesaurierung

Für Bewertungszwecke wurden die Thesaurierungsbeträge (nach Steuern) des Planungszeitraums und der ewigen Rente als Wertbeitrag aus Thesaurierung in die Ermittlung des zu kapitalisierenden Ergebnisses gleichermaßen den Unternehmenswert erhöhend einbezogen und somit den Aktionären der IC AG fiktiv unmittelbar zugerechnet.

Aufgrund der Einführung des Abgeltungsteuersystems „kann der Wertbeitrag aus Thesaurierung (Kurswachstum) vom Anteilseigner nur noch theoretisch durch unendlich lange Partizipation am Unternehmenserfolg (vollkommen) steuerfrei vereinnahmt werden. Möglichkeiten der steuerfreien Vereinnahmung, z.B. durch Aktienrückkaufprogramme oder durch Verkauf der Aktie wie im Halbeinkünfteverfahren, sind aufgrund des Wegfalls der Steuerfreiheit der Veräußerungsgewinne für Anteilsenerbe ab dem 1. Januar 2009 nicht mehr möglich. Dieser qualitativen Veränderung ist im Bewertungskalkül Rechnung zu tragen. Da das nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse Kursgewinne verursacht, ist dieses um die steuerlichen Konsequenzen der Veräußerungsgewinnbesteuerung zu kürzen.

Bei fiktiver Zurechnung des thesaurierungsbedingten Wachstums ist daher sowohl das inflations- bzw. mengenbedingte Wachstum als auch der fiktiv zugerechnete Betrag mit persönlichen Ertragsteuern zu belasten.“ (vgl. WP Handbuch 2008, Wirtschaftsprüfung, Beratung, Band II, 13. Auflage, S. 119, Tz. 326). In der Wertermittlung ist dieses durch einen typisierten Ertragsteuersatz abzubilden. Diesen haben wir entsprechend der Untersuchungen von Wagner/Saur/Willershausen (vgl. Wagner/Saur/Willershausen: Zur Anwendung der Unternehmensbewertungsgrundsätze des IDW S 1 i.d.F. 2008 in der Praxis, WPg 2008, Heft 16, S. 731-747) in Höhe des häufigen Abgeltungsteuersatzes inkl. Solidaritätszuschlag und damit in Höhe von rd. 13,1875% angesetzt.

Steuerliches Einlagekonto

Auf dem steuerlichen Einlagekonto werden nicht in das Nennkapital geleistete Einlagen erfasst. Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagekonto gelten als Einlagenrückgewähr und unterliegen nicht der Besteuerung. Entsprechend ist eine Einbehaltung von Kapitalertragsteuer (2,5%) und Solidaritätszuschlag (5,5% der Kapitalertragsteuer) nicht erforderlich.

Steuerlich erfolgen Ausschüttungen grundsätzlich aus dem steuerlich ausschüttbaren Gewinn. Der ausschüttbare Gewinn eines Wirtschaftsjahres ermittelt sich durch Abzug des Nennkapitals sowie des steuerlichen Einlagekontos vom Eigenkapital laut Steuerbilanz (jeweils zum Schluss des vorangegangenen Wirtschaftsjahres). Ist kein ausschüttbarer Gewinn vorhanden, erfolgt die Ausschüttung aus steuerlicher Sicht aus dem steuerlichen Einlagekonto gemäß § 27 KStG. Das steuerliche Einlagekonto erlaubt der Gesellschaft somit Dividendenzahlungen an ihre Anteilseigner steuerfrei auszuschiütten, solange der steuerlich ausschüttbare Gewinn die Dividendenzahlung unterschreitet.

Für den Wertbeitrag des steuerlichen Einlagekontos haben wir entsprechend einen Sonderwert ermittelt und in die Ableitung der angemessenen Barabfindung nach §§ 327a ff. AktG einbezogen.

3 Ermittlung des Unternehmenswerts

5 Ableitung des Ertrags- / Unternehmenswerts

Ableitung des Ertragswertes

Zur Ableitung der für die Ausschüttung maßgeblichen (angepassten) Konzernergebnisse haben wir basierend auf dem jährlich geplanten angepassten Ergebnis vor Steuern Gewerbe- und Körperschaftsteuer in Abzug gebracht. Bei der Ermittlung des Steueraufwands haben wir die gewerbesteuerlichen Hinzurechnungsvorschriften beachtet und einen gewichteten Gewerbesteuerhebesatz zugrunde gelegt, um die standortabhängigen unterschiedlichen Gewerbesteuerhebesätze zu berücksichtigen. Für die Körperschaftsteuer haben wir einen Körperschaftsteuersatz von 25,0% zuzüglich Solidaritätszuschlag von 5,5% angesetzt. Den Steuervorteil aus den bestehenden steuerlichen Verlustvorträgen haben wir separat als Sonderwert ermittelt und dem Ertragswert hinzugerechnet.

Der Ertragswert der IC AG wurde auf Grundlage des geplanten angepassten Konzernergebnisses der IC AG Gruppe für die GJ19F bis GJ22P sowie der ewigen Rente ab GJ23P ff. ermittelt. Der Ertragswert entspricht der Summe der Barwerte der zu kapitalisierenden Ergebnisse. Die zu kapitalisierenden Ergebnisse sind die Summe aus Ausschüttungsbetrag abzüglich persönlicher Steuern (Abgeltungssteuer einschließlich Solidaritätszuschlag von 26,3750%) (Nettoausschüttung) und der fiktiven Zurechnung der Thesaurierung abzüglich persönlicher Steuern (häufige Abgeltungssteuer einschließlich Solidaritätszuschlag von 13,1875%). Den Steuervorteil des steuerlichen Einlagekontos haben wir separat als Sonderwert ermittelt und dem Ertragswert hinzugerechnet.

Ableitung des Ertragswerts der IC AG Gruppe zum 1. Januar 2019

Währung: EUR 000	GJ19F	GJ20P	GJ21P	GJ22P	TV (GJ23 ff.)
Angepasstes Ergebnis vor Steuern	745 (256)	452 (163)	900 (305)	1.448 (479)	1.453 (480)
Unternehmenssteuern	489	289	595	970	973
Angepasstes Konzernergebnis	245	144	297	485	486
Ausschüttung	(65)	(38)	(78)	(128)	(128)
Persönliche ESt auf Ausschüttung	180	106	219	357	358
Nettoausschüttung	245	144	297	485	486
Fiktive Zurechnung der Thesaurierung	(32)	(19)	(39)	(64)	(64)
Persönliche ESt auf Thesaurierung	212	125	258	421	422
Fiktive Netto-Zurechnung der Thesaurierung	393	232	477	778	780
Zu kapitalisierendes Ergebnis	5,52%	5,52%	5,52%	5,52%	4,52%
Eigenkapitalkosten	0,9477	0,8981	0,8511	0,8066	17,8452
Diskontierungsfaktor	372	208	406	627	13.924
Ertragswert zum Periodenanfang					
Ertragswert zum 1. Januar 2019					15.538

Quelle: Informationen des Managements, Business Plan, EY Analyse

Die Barwerte der so ermittelten und kapitalisierten Ergebnisse wurden zunächst unter Anwendung der abgeleiteten Kapitalisierungszinssätze auf den 1. Januar 2019 berechnet. Anschließend erfolgte eine Aufzinsung des Ertragswertes mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag 17. Dezember 2019. Die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes (der Eigenkapitalkosten) erfolgte unter Berücksichtigung der periodenspezifischen Kapitalstruktur. Die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes nach Steuern wird im Detail in Anhang E „Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes“ dargestellt.

Die nebenstehende Übersicht zeigt die Ableitung des Ertragswertes der Gesellschaft zum 1. Januar 2019 auf Basis der angepassten Ergebnisplanung.

3 Ermittlung des Unternehmenswerts

5 Ableitung des Ertrags- / Unternehmenswerts

1. Auftrag und ...	7. Zusammenfassung der ...
2. Beschreibung des ...	8. Anhang
3. Ermittlung des ...	
4. Liquidationswert	
5. Plausibilisierung anhand v ...	
6. Börsenkurs und ...	

Nichtbetriebsnotwendiges Vermögen

Nach Auskunft des Managements verfügt die IC AG Gruppe über kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen, das ergänzend zum Ertragswert zur Ermittlung des Unternehmenswerts zu berücksichtigen wäre.

Sonderwerte

Steuerliche Verlustvorträge

Für die bestehenden steuerlichen Verlustvorträge haben wir einen Sonderwert ermittelt. Die Berechnung der Steuervorteile aus der Nutzung der steuerlichen Verlustvorträge erfolgte auf Ebene der Einzelgesellschaften (IC Immobilien Holding AG, IC Property Management GmbH, IC Immobilien Service GmbH, IC Asset Management GmbH). Dabei haben wir die Planungsrechnungen der Einzelgesellschaften für die GJ19P bis GJ22P zugrunde gelegt und diese Planungsrechnungen vereinfachend auf Basis des jeweils letzten Planjahres (GJ22P) unter Berücksichtigung des Wachstumsfaktors für die Folgejahre GJ23P ff. fortgeschrieben.

Auf Basis des geplanten Ergebnisses vor Steuern (EBT) haben wir unter Berücksichtigung gewerbesteuerlicher Hinzurechnungsvorschriften, den Vorschriften zur Mindestbesteuerung und den steuerlichen Verlustvorträgen zum 31. Dezember 2018, die geplante jährliche Nutzung der steuerlichen Verlustvorträge ermittelt. Dabei haben wir für jede Gesellschaft einen gewichteten Gewerbesteuerhebesatz sowie Körperschaftsteuern einschließlich Solidaritätszuschlag zugrunde gelegt.

Analog zur Ausschüttungsannahme haben wir von 50% des Steuervorteils persönliche Einkommenssteuer i.H.v. 26,3750% (Dividendenbesteuerung zuzüglich Solidaritätszuschlag) in Abzug gebracht. Von den übrigen 50% des Steuervorteils haben wir entsprechend des Wertbeitrags aus Thesaurierung die hälftige Einkommenssteuer i.H.v. 13,1875% in Abzug gebracht. Den verbleibenden Steuervorteil aus den bestehenden steuerlichen Verlustvorträgen haben wir auf den technischen Bewertungsstichtag 1. Januar 2019 diskontiert.

Hieraus ergibt sich zum 1. Januar 2019 ein barwertiger Sonderwert aus den steuerlichen Verlustvorträgen i.H.v. **TEUR 3.131**, der dem Ertragswert hinzuzurechnen ist.

Steuerliches Einlagekonto

Das steuerliche Einlagekonto zum 31. Dezember 2018 i.H.v. TEUR 25.116 haben wir jährlich um die geplanten Dividendenzahlungen und die fiktive Zurechnung der Thesaurierungsbeiträge an die Aktionäre gemindert. Demnach erfolgt letztmalig eine Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto im GJ35P. Den Steuervorteil von 26,3750% Abgeltungssteuer einschließlich Solidaritätszuschlag auf die Dividendenzahlungen bzw. von 13,1875% Abgeltungssteuer einschließlich Solidaritätszuschlag auf die fiktive Zurechnung der Thesaurierungsbeiträge haben wir auf den technischen Bewertungsstichtag diskontiert.

Hieraus ergibt sich zum 1. Januar 2019 ein barwertiger Sonderwert aus dem steuerlichen Einlagekonto i.H.v. **TEUR 1.888**, der dem Ertragswert hinzuzurechnen ist.

3 Ermittlung des Unternehmenswerts

5 Ableitung des Ertrags- / Unternehmenswerts

1 Auftrag und ...
2 Beschreibung des ...
3 Ermittlung des ...
4 Liquidationswert
5 Plausibilisierung anhand v ...
6 Börsenkurs und ...
7 Zusammenfassung der ...
8 Anhang

Liquide Mittel und Pensionsrückstellungen

Die positiven liquiden Mittel resultieren aus Bareinzahlungen einzelner Aktionäre in die Kapitalrücklage in GJ18A in Höhe von EUR 3,0 Mio. Die Einzahlungen erfolgten zur Vermeidung des Ausweises eines negativen Eigenkapitals und zur Verbesserung der Liquidität des IC AG Konzerns u.a. auch als Bedingung einzelner Kunden vor der Anbahnung von Geschäftsbeziehungen.

Zudem bestehen Pensionsrückstellungen i.H.v. EUR 2,4 Mio., die neben weiteren Rückstellungen im Planungszeitraum bzw. darüber hinaus zahlungswirksam werden und die liquiden Mittel entsprechend reduzieren werden. Vereinfachend haben wir keine Zinsaufwendungen auf die Pensionsrückstellungen berechnet.

Der Nettofinanzmittelbestand wurde daher nicht als Sonderwert dem Ertragswert hinzugerechnet.

Nettofinanzmittelbestand IC AG Konzern zum 31. Dezember 2018

Währung: EUR 000	Dez18A
Kassenbestand und Guthaben bei Kreditinstituten	3.457
Forderungen ggü. Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht	8
Pensionsrückstellungen	(2.432)
Nettofinanzmittelbestand (+) / -schulden (-)	1.034

Quelle: Konzernabschluss 31. Dezember 2019

3 Ermittlung des Unternehmenswerts

5 Ableitung des Ertrags- / Unternehmenswerts

1. Auftrag und ...
2. Beschreibung des ...
3. Ermittlung des ...
4. Liquidationswert
5. Pflanzbilanzierung anhand v ...
6. Börsenkurs und ...
7. Zusammenfassung der ...
8. Anhang

Unternehmenswert je Aktie

Währung: EUR, 000	
Ertragswert zum 1. Januar 2019	15.538
Wert des nichtbetriebsnotwendigen Vermögens	-
Sonderwert steuerliche Verlustvorträge	3.131
Sonderwert steuerliches Einlagekonto	1.888
Unternehmenswert zum 1. Januar 2019	20.556
Aufzinsung zum Bewertungsstichtag	1.088
Unternehmenswert zum 17. Dezember 2019	21.644
Anzahl Aktien	3.011.664
Unternehmenswert je Aktie in EUR	7,19

Quelle: Informationen des Managements, Business Plan, EY Analyse

Unternehmenswert

Der Unternehmenswert der IC AG zum 17. Dezember 2019 errechnet sich aus dem Ertragswert zum 1. Januar 2019 von TEUR 15.538 zuzüglich der Sonderwerte i.H.v. TEUR 5.019 (steuerliche Verlustvorträge TEUR 3.188 und steuerliches Einlagekonto TEUR 1.888) und der Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag von TEUR 1.088.

Der Unternehmenswert der IC AG zum 17. Dezember 2019 beträgt somit **TEUR 21.644**.

Unternehmenswert je Aktie

Die Aktienanzahl der IC AG in Höhe von insgesamt 3.011.664 Stück setzt sich zusammen aus 3.011.664 ausgegebenen Stammaktien, die allesamt als Inhaberaktien geführt werden.

Der Unternehmenswert der IC AG zum 17. Dezember 2019 nach dem Ertragswertverfahren bezogen auf 3.011.664 Stück auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien beläuft sich damit auf **EUR 7,19 je Aktie**.

4

Liquidationswert



4 Liquidationswert Liquidationswertermittlung

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert**
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...

7 Zusammenfassung der ...
8 Anhang

Liquidationswertermittlung

Da es im vorliegenden Fall keinerlei ersichtliche Gründe für eine Liquidation der IC AG Gruppe gibt, ist die Liquidation (Zerschlagung) keine Alternative zur Unternehmensfortführung. Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund dann anfallender Aufwendungen für Sozialpläne, Kosten aus Vertragsauflösungen und noch zu erbringenden Leistungen. Im Hinblick auf die Mindesthöhe der Abfindung der Minderheitsaktionäre haben wir für Zwecke der Überprüfung, ob der Liquidationswert möglicherweise den Ertragswert übersteigt, entgegen der Annahme der Unternehmensfortführung eine überschlägige Ableitung des Liquidationswertes (vereinfachend) auf den 31. Dezember 2019 vorgenommen.

Das Nettovermögen der IC AG Gruppe zu Buchwerten gemäß Bilanzierung nach HGB beträgt zum 31. Dezember 2018 rd. TEUR 315. Das Nettovermögen haben wir auf Basis der Planungsrechnung für 2019 unter Berücksichtigung der vollständigen Thesaurierung des geplanten Konzernergebnisses zum 31. Dezember 2019 fortgeschrieben. Demnach ergibt sich zum 31. Dezember 2019 ein bilanzielles Nettovermögen i.H.v. TEUR 1.061. Darin enthalten sind liquide Mittel i.H.v. rd. TEUR 3.026, d.h. stille Reserven können in dieser Position ausgeschlossen werden.

Bilanzierte Aktiva und Passiva, denen im Zusammenhang mit einer Liquidation kein Wert beizumessen ist, waren nicht zu bereinigen. Weitere ggf. umfangreiche Kostenbelastungen, die bei der Abwicklung entstehen würden, haben wir vernachlässigt. Darüber hinaus könnten sich Abschläge auf einzelne Vermögenspositionen der IC AG Gruppe aufgrund der wirtschaftlich nachteiligen Verwertung in einer Liquidationssituation sowie der Dauer des Liquidationsprozesses ergeben, was wir in unserer Betrachtung ebenfalls vernachlässigt haben. Demnach ergibt sich ein bereinigtes Nettovermögen für Zwecke der Liquidationswertermittlung zum 31. Dezember 2019 i.H.v. TEUR 1.061 (vor Ansatz von Liquidations- und Auslaufkosten, Sozialplan und Remanenzkosten). Neben den bilanzierten Vermögensgegenständen und Schulden sind weiterhin die nicht bilanzierten Vermögensgegenstände und Schulden zu berücksichtigen.

Die Berechnung des Liquidationswertes dient der Ermittlung eines (Mindest-)Abfindungsanspruchs der Minderheitsaktionäre gem. §§ 327a ff. AktG. Damit der Liquidationswert als (Mindest-)Abfindungsanspruch zur Anwendung kommt, müssten in einem Liquidationsverfahren der Liquidationserlös bestehend aus Nettovermögen zuzüglich erzielter stillen Reserven (einschließlich nicht bilanzierter Vermögensgegenständen) und abzüglich stiller Lasten (einschließlich nicht bilanzierter Schulden) den Wert des Eigenkapitals gemäß Ertragswertverfahren übersteigen. Bei einem bereinigten Nettovermögen i.H.v. TEUR 1.061 und einem Wert des Eigenkapitals gemäß Ertragswertverfahren i.H.v. TEUR 21.644 müssten die stillen Reserven (einschließlich nicht bilanzierter Vermögensgegenstände) die stillen Lasten (einschließlich nicht bilanzierter Schulden), um TEUR 20.584 übersteigen, um einen Liquidationswert zu erzielen, der den Wert des Eigenkapitals gemäß Ertragswertverfahren übersteigt.

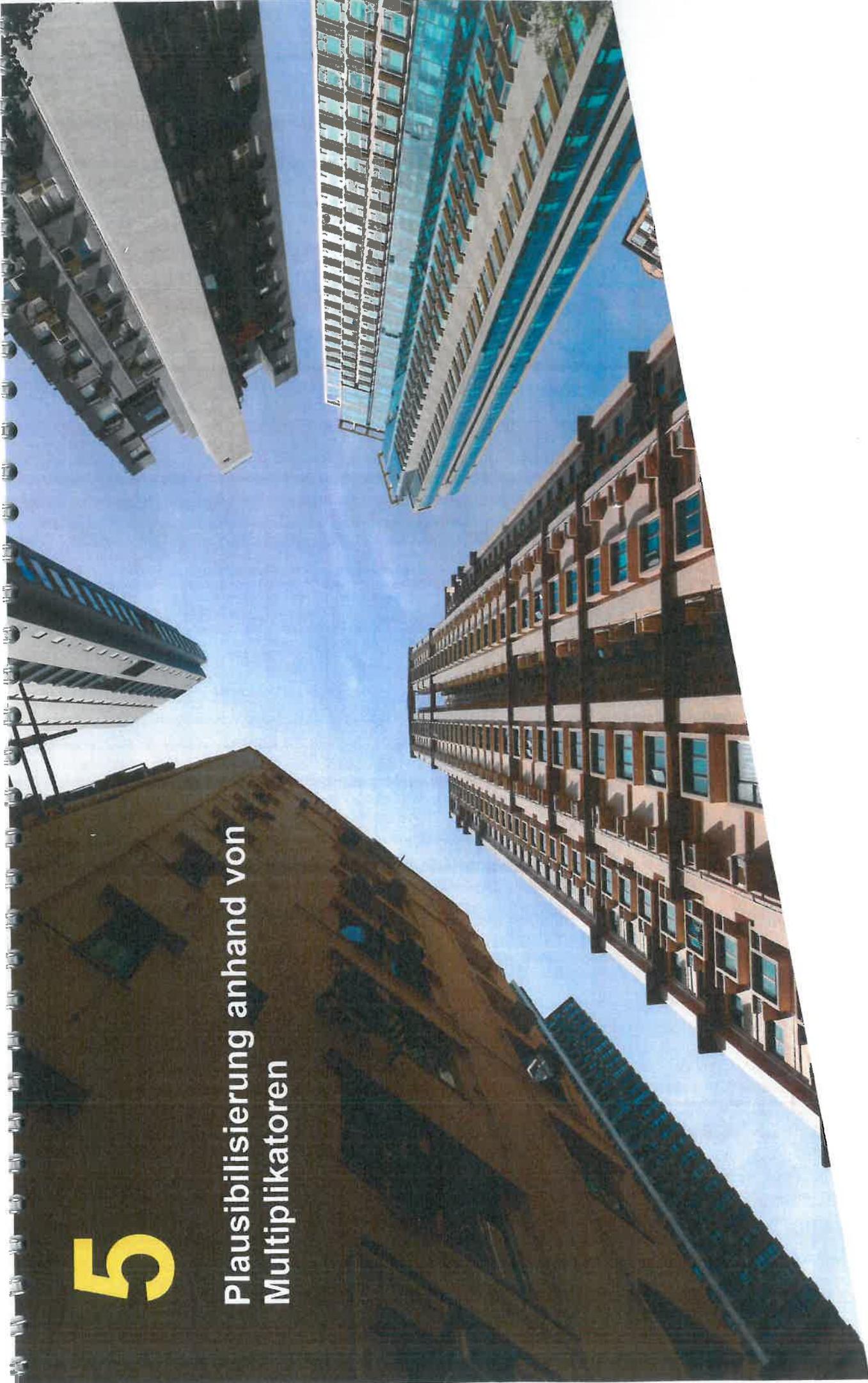
Im Zusammenhang mit einer Liquidation werthaltige, wesentliche nicht bilanzierte Vermögensgegenstände und Schulden konnten nicht identifiziert werden. Das Know-how befindet sich in Händen der Mitarbeiter und wäre in einem Liquidationsverfahren nicht verwertbar. Es ist nicht ersichtlich, dass für die Marke und die Kundenbeziehungen im Zusammenhang mit einem Liquidationsverfahren ein positiver Wert erzielt werden kann. Weitere stille Reserven bzw. nicht bilanzierte Vermögenswerte sind nicht ersichtlich.

Eine überschlägige Ableitung des beizulegenden Zeitwerts der Marke der IC AG und eine überschlägige Ableitung des beizulegenden Zeitwerts der bestehenden Kundenbeziehungen auf Basis der bestehenden Verträge (abgeleitet jeweils nach den Grundsätzen des IDW Standards Grundsätze zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte (IDW S 5) zeigen, dass die Summe dieser beizulegenden Zeitwerte signifikant unter dem notwendigen Betrag liegt, um den die stillen Reserven die stillen Lasten übersteigen müssen, damit der Liquidationswert den Wert des Eigenkapitals gemäß Ertragswertverfahren übersteigt.

Zusammenfassend ist unter Liquidationsgesichtspunkten davon auszugehen, dass mangels ausreichender stiller Reserven der zu erwartende Liquidationserlös nicht ausreicht, um den Wert des Eigenkapitals gemäß Ertragswertverfahren zu übersteigen.

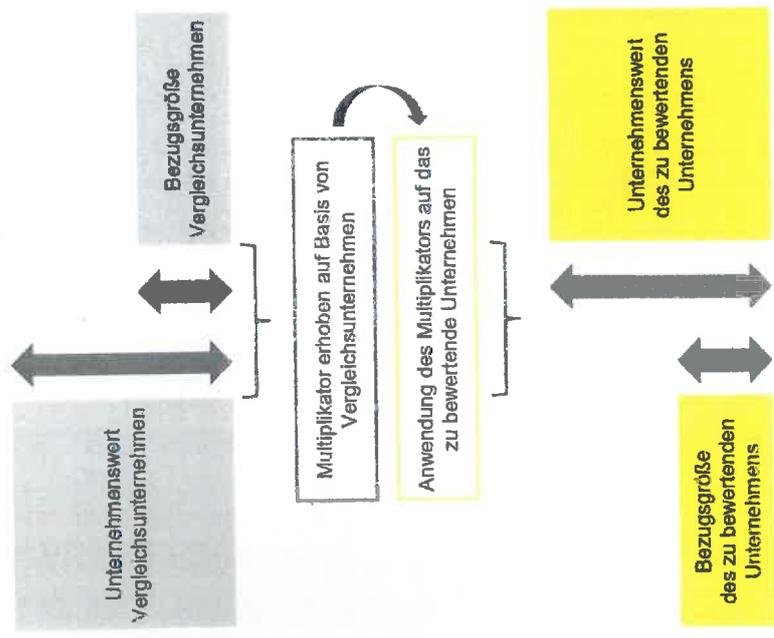
5

Plausibilisierung anhand von Multiplikatoren



5 Plausibilisierung anhand von Multiplikatoren
1 Börsenmultiplikatoren (Tradingmultiplikatoren)

Grundschema Multiplikatoransätze



Ableitung des Unternehmenswerts auf Grundlage von Börsenmultiplikatoren

Die für die Plausibilisierung des Unternehmenswerts auf Grundlage von Börsenmultiplikatoren relevanten Daten der Vergleichsunternehmen wurden aus stichtagsnahen Jahresabschlüssen, Ergebnisschätzungen und Marktkapitalisierungen abgeleitet. Hinsichtlich der Ergebnisschätzungen haben wir auf aktuelle Konsensschätzungen von Analysten für die Jahre 2019, 2020 und 2021 zurückgegriffen.

Ableitung der zur Multiplikatorbewertung relevanten Basisgröße (Umsatz, EBITDA, EBIT) der IC AG

Aufgrund der Restrukturierungsphase der IC AG Gruppe, mit im Vergleich zu den Vergleichsunternehmen negativen bzw. geringen EBITDA- bzw. EBIT-Margen in den Perioden GJ19F bis GJ21P, die zu sehr geringen Unternehmenswerten führen würden, halten wir die Plausibilisierung anhand von EBITDA- bzw. EBIT-Multiplikatoren im vorliegenden Fall für nicht sachgerecht.

Die Plausibilisierung des Unternehmenswerts haben wir daher anhand von Umsatz-Multiplikatoren vorgenommen. Bei der Ermittlung des Bruttounternehmenswerts wurde der jahresspezifische Multiplikator mit den geplanten Umsatzerlösen des jeweiligen Geschäftsjahres der IC AG multipliziert.

Die unternehmensspezifischen Bezugsgrößen für die IC AG wurden aus der zuvor beschriebenen Planungsrechnung für die IC AG Gruppe entnommen. Die geplanten Umsatzerlöse beinhalten dabei die Geschäftsbereiche Property Management, Fonds / Asset Management sowie die direkten geplanten Umsatzerlöse mit dem Joint-Venture IPH Centermanagement.

Nettofinanzverbindlichkeiten (Nettofinanzmittelbestand)

Zur Ableitung des Marktwerts des Eigenkapitals sind grundsätzlich die Nettofinanzverbindlichkeiten vom jeweils ermittelten Gesamtunternehmenswert in Abzug zu bringen.

Im vorliegenden Fall übersteigen die liquiden Mittel die Finanzschulden. Der Überhang der liquiden Mittel wird als betriebsnotwendig erachtet. Daher erfolgt keine Berücksichtigung des Nettofinanzmittelbestands bei der Ableitung des Unternehmenswerts (Wert des Eigenkapitals) bzw. des Werts pro Aktien anhand der Multiplikatoren.

5 Plausibilisierung anhand von Multiplikatoren

1 Börsenmultiplikatoren (Tradingmultiplikatoren)

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand ...**
- 6 Börsenkurs und ...
- 7 Zusammenfassung der ...
- 8 Anhang

Übersicht der Börsenmultiplikatoren

	UGW/Umsätze		
	2019	2020	2021
Min	0,68x	0,65x	0,62x
Durchschnitt	0,89x	0,84x	0,80x
Max	1,18x	1,12x	1,07x

Quelle: Capital IQ, EY Analyse

Sonderwerte

Im Rahmen der Ableitung des Unternehmenswerts anhand des Ertragswertverfahrens wurde ein Sonderwert für bestehende steuerliche Verlustvorträge und das bestehende steuerliche Einlagekonto ermittelt. Der Sonderwert beäufert sich zum Bewertungsstichtag insgesamt auf TEUR 5.019 (siehe hierzu auch Abschnitt 3/5 „Ableitung des Ertrags- Unternehmenswerts“).

Dieser Wert ist bei der Wertableitung auf Basis von Börsenmultiplikatoren gleichermaßen als Sonderwert zu berücksichtigen.

Anzahl ausstehender Aktien

Im Rahmen der Bestimmung des Werts je Aktie der IC AG Gruppe auf Basis von Multiplikatoren wurde der ermittelte Wert des Eigenkapitals der IC AG Gruppe durch die Anzahl der zum Bewertungsstichtag ausstehenden Aktien der IC AG Gruppe i.H.v 3.011.664 Aktien dividiert.

Börsenmultiplikatoren

Auswahl vergleichbarer Unternehmen

Die vergleichbaren Unternehmen entsprechen der Peer Group, welche auch für die Ermittlung des Betafaktors herangezogen wurde. Eine Auflistung / Beschreibung der Vergleichsunternehmen ist Anhang F „Peer Group / Vergleichsunternehmen“ zu entnehmen.

Wertableitung und Analyse

Die relevanten Umsatzerlöse der Vergleichsunternehmen für die Jahre 2019, 2020 und 2021 wurden aus aktuellen Einschätzungen von Analysten abgeleitet. Der Unternehmensgesamtwert („UGW“) wurde aus der Marktkapitalisierung der Vergleichsunternehmen unter Hinzurechnung der Nettoverschuldung ermittelt. Die Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen sind der nebenstehenden Tabelle dargestellt.

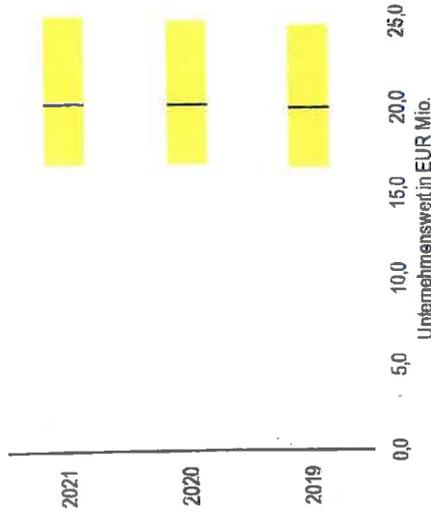
5 Plausibilisierung anhand von Multiplikatoren

1 Börsenmultiplikatoren (Tradingmultiplikatoren)

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand ...**
- 6 Börsenkurs und ...

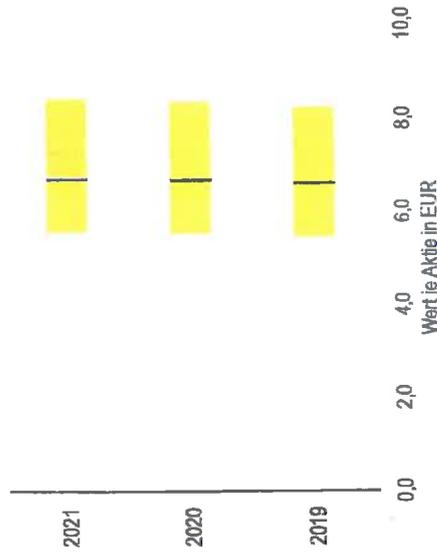
7 Zusammenfassung der ...
8 Anhang

Ableitung Unternehmenswert der IC AG mittels Börsenmultiplikatoren - Umsatz



Quelle: S&P Capital IQ, EY Analyse

Ableitung Unternehmenswert je Aktie der IC AG mittels Börsenmultiplikatoren - Umsatz



Quelle: S&P Capital IQ, EY Analyse

Für die nebenstehende grafische Darstellung der Multiplikator-Bandbreiten des jeweiligen Geschäftsjahres (Grafik links oben) und die Darstellung der sich daraus ergebenden Bandbreite der Unternehmenswerte (Grafik links unten) wurde jeweils das Minimum, der Durchschnittswert und das Maximum herangezogen.

Nachfolgender Tabelle können die abgeleiteten Werte je Aktie anhand der Multiplikatoren (Minimum, Durchschnitt, Maximum) bezogen auf das jeweilige Geschäftsjahr entnommen werden. Es wird ersichtlich, dass der mittels Ertragswertmethode ermittelte Unternehmenswert der IC AG (Wert des Eigenkapitals einschließlich Sonderwerte) in Höhe von TEUR 21.644 im oberen Bereich der dargestellten Bandbreite aus marktorientiert abgeleiteten Unternehmenswerten (Wert des Eigenkapitals) liegt.

Wert je Aktie der IC AG auf Basis des Börsenmultiplikators

Währung: EUR '000	Min 2019		Max 2019		Ø 2020		Min 2020		Max 2020		Ø 2021	
	Min	Max	Ø	Min	Max	Ø	Min	Max	Ø	Min	Max	
Umsatz	16.783	16.783	16.783	16.783	16.783	18.092	18.092	18.092	18.092	18.092	18.092	19.101
Multiplikator	0,69x	0,99x	0,99x	1,18x	1,18x	0,65x	0,84x	0,84x	1,12x	1,12x	0,80x	1,07x
Unternehmensgesamtwert (ohne Sonderwerte)	11.458	14.975	14.975	19.885	19.885	11.673	15.241	15.241	20.173	20.173	15.306	20.407
Sonderwerte	5.019	5.019	5.019	5.019	5.019	5.019	5.019	5.019	5.019	5.019	5.019	5.019
Wert des Eigenkapitals	16.477	19.993	19.993	24.904	24.904	16.691	20.260	20.260	25.192	25.192	20.325	25.426
Anzahl ausstehender Aktien	3.011.664	3.011.664	3.011.664	3.011.664	3.011.664	3.011.664	3.011.664	3.011.664	3.011.664	3.011.664	3.011.664	3.011.664
Wert je IC AG Aktie in EUR	5,47	6,64	6,64	8,27	8,27	5,54	6,73	6,73	8,36	8,36	6,75	8,44

Quelle: Capital IQ, EY Analyse

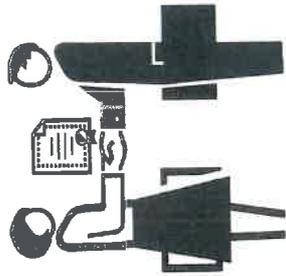
Daher erachten wir den gemäß Ertragswertverfahren abgeleiteten Unternehmenswert (Wert des Eigenkapitals) als angemessen.

Quelle: S&P Capital IQ, EY Analyse

5 Plausibilisierung anhand von Multiplikatoren

2 Transaktionsmultiplikatoren

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand ...**
- 6 Börsenkurs und ...
- 7 Zusammenfassung der ...
- 8 Anhang



Plausibilisierung des Unternehmenswertes auf Grundlage von vergleichbaren Transaktionen

Transaktionsmultiplikatoren

Auswahl vergleichbarer Transaktionen

Um eine möglichst große Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt sicherzustellen, haben wir ausschließlich Transaktionen unter Anwendung der folgenden Kriterien berücksichtigt:

- ▶ das Zielunternehmen operiert in einem vergleichbaren Geschäftsfeld;
- ▶ der Hauptsitz des Zielunternehmens sowie die wesentliche Geschäftstätigkeit befindet sich in Europa;
- ▶ die Transaktion fand ab dem Jahr 2010 statt;
- ▶ es wurde ein ausreichend großer Anteil (Mehrheitswerb) des Zielunternehmens erworben;
- ▶ das Zielunternehmen wurde nicht aus einer Insolvenz bzw. wirtschaftlichen Notsituation heraus gekauft.

Den Bruttounternehmenswert des jeweiligen Zielunternehmens haben wir auf der Grundlage öffentlich verfügbarer Informationen ermittelt. Dieser ergibt sich aus dem gezahlten Kaufpreis zuzüglich der Nettoverschuldung des Unternehmens zum Zeitpunkt der Transaktion. Dabei ist zu beachten, dass sich der Kaufpreis nur auf die tatsächlich gekauften Anteile bezieht und gegebenenfalls auf 100% hochgerechnet werden muss.

Um die Transaktionsmultiplikatoren zu ermitteln, haben wir den Bruttounternehmenswert ins Verhältnis zu den Umsatzerlöse zum jeweiligen Zeitpunkt der Transaktion gesetzt.

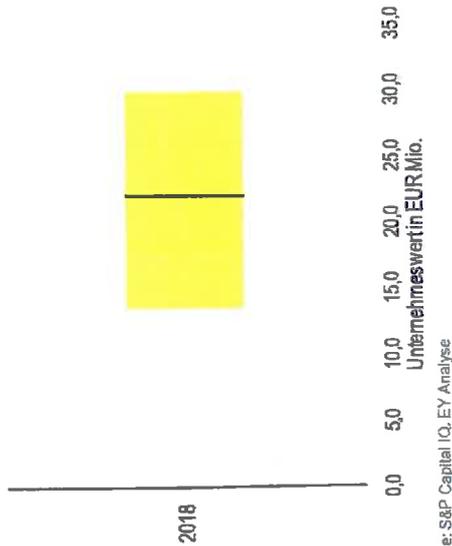
Eine Ermittlung des Bruttounternehmenswerts der IC AG mittels eines EBITDA- bzw. EBIT Multiplikators ist aufgrund der geringen Datenbasis bei den vorliegenden Transaktionen nicht möglich. Zudem befindet sich die IC AG Gruppe zur Zeit in einer noch andauernden Restrukturierungsphase und weist im GJ18A eine negative EBITDA- bzw. EBIT-Marge aus.

5 Plausibilisierung anhand von Multiplikatoren 2 Transaktionsmultiplikatoren

- 1. Auftrag und ...
- 2. Beschreibung des ...
- 3. Ermittlung des ...
- 4. Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand ...**
- 6. Börsenkurs und ...

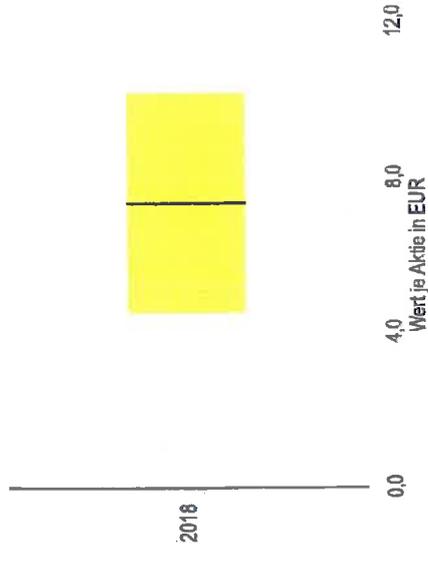
7. Zusammenfassung der ...
8. Anhang

Ableitung Unternehmenswert der IC AG mittels Transaktionsmultiplikatoren - Umsatz



Quelle: S&P Capital IQ, EY Analyse

Ableitung Unternehmenswert je Aktie der IC AG mittels Transaktionsmultiplikatoren - Umsatz



Quelle: S&P Capital IQ, EY Analyse

Wertableitung und Analyse

Zur Ableitung einer Bandbreite des Bruttounternehmenswertes der IC AG wurde das 1. Quartil, der Median und das 3. Quartil der Umsatz-Multiplikatoren mit den Umsatzerlösen des GJ18A (siehe hierzu Abschnitt 3 „Planungsanalyse“) multipliziert. Da die Umsatzerlöse der IC AG des GJ18A einen Beteiligungsertrag in Höhe von TEUR 263 enthalten, haben wir die Umsatzerlöse um diesen Beteiligungsertrag für Zwecke der Multiplikatorberechnung gemindert.

Hinsichtlich der Sonderwerte, der Nettofinanzverbindlichkeiten (des Nettofinanzmittelbestands) sowie der Anzahl der Aktien verweisen wir auf unsere Ausführungen zu den Börsenmultiplikatoren. Deren Berücksichtigung bei der Ableitung der Werbandbreite auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren erfolgt analog zur Wertableitung auf Basis der Börsenmultiplikatoren (Tradingmultiplikatoren).

Aus nebenstehender Abbildung und aus der unten stehenden Tabelle wird ersichtlich, dass der mittels Ertragswertmethode ermittelte Unternehmenswert der IC AG (Wert des Eigenkapitals einschließlich Sonderwerte) in Höhe von TEUR 21.644 geringfügig unterhalb des Durchschnittswerts liegt.

Wert je Aktie der IC AG auf Basis des Transaktionsmultiplikators

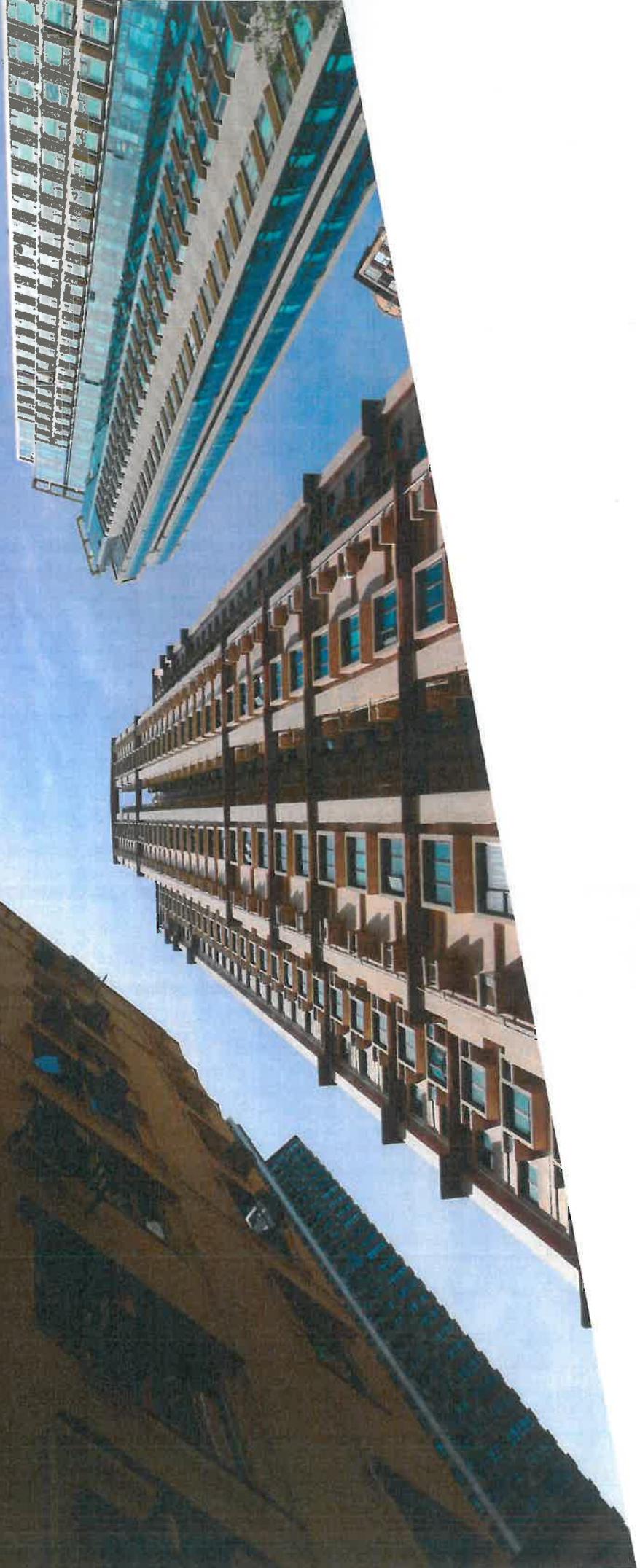
	1. Quartil 2018	Ø Quartile 2018	3. Quartil 2018
Währung: EUR '000			
IC AG Umsatz	14.545	14.545	14.545
Multiplikator	0,6x	1,2x	1,8x
Unternehmensgesamtwert (ohne Sonderwerte)	8.581	17.102	25.623
Sonderwerte	5.019	5.019	5.019
Wert Eigenkapital IC AG	13.599	22.120	30.641
Anzahl ausstehender Aktien	3.011.664	3.011.664	3.011.664
Wert je IC AG Aktie in EUR	4,52	7,34	10,17

Quelle: Capital IQ, mergersmarket.com, EY Analyse

Daher erachten wir den gemäß Ertragswertverfahren abgeleiteten Unternehmenswert (Wert des Eigenkapitals) als angemessen.

6

Börsenkurs und außerbörsliche Vorerwerbe



6 Börsenkurs und außerbörsliche Vorerwerbe

1 Börsenkurs

Berücksichtigung des Börsenkurses

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...**

7 Zusammenfassung der ...
8 Anhang

Vorbemerkung

Die IC AG ist keine börsennotierte Gesellschaft im Sinne des Aktienrechts. Die Aktien der IC AG sind in den Freiverkehr an den Wertpapierbörsen Stuttgart, Hamburg, Berlin und München einbezogen. Die Maßgeblichkeit des Börsenkurses als Wertuntergrenze für börsennotierte Unternehmen bei einem aktienrechtlichen Squeeze-out gemäß §§ 327a ff. AktG ist höchstrichterlich geklärt. Demgegenüber ist es im Schrifttum und in der Rechtsprechung ungeklärt, inwieweit die Grundsätze der Rechtsprechung über den Börsenkurs als Untergrenze auf Strukturmaßnahmen bei Aktiengesellschaften zu übertragen sind, deren Aktien nicht börsennotiert, aber in den Freiverkehr von Wertpapierbörsen einbezogen sind.

Ungeachtet dieser ungeklärten Rechtslage und kontrovers geführten Diskussion soll im Folgenden auf Basis der bestehenden Rechtslage und höchstrichterlichen Rechtsprechung zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses als Wertuntergrenze für börsennotierte Unternehmen dargelegt werden, inwieweit und in welcher Höhe der Börsenkurs der IC AG als Wertuntergrenze herangezogen werden kann.*

Einführung und Überblick zur Berücksichtigung des Börsenwertes

Das Bundesverfassungsgericht (BVerfG) hat mit Beschluss vom 27. April 1999 (1 BvR 1613/94, DB 1999, S. 1693 ff.; WPg 1999, S. 780 ff., vgl. auch IDW S 1, Tz. 16) entschieden, dass die zu gewährende volle Entschädigung bei der Bestimmung der angemessenen Abfindung für außenstehende Aktionäre bei Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages nicht unter dem Verkehrswert der Aktien liegen darf, der wiederum bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden kann. Die in dem Beschluss des Bundesverfassungsgerichts aufgestellten Grundsätze sind auf die Bestimmung der angemessenen Barabfindung nach §§ 327a ff. AktG, mithin auf Squeeze-out Verfahren, entsprechend anzuwenden, da die Sachlage vergleichbar ist.

Das BVerfG hat auch ausgeführt, dass der Börsenkurs nicht stets allein maßgeblich für die Höhe der Abfindung sein müsse: „Eine Überschreitung ist verfassungsrechtlich unbedenklich. Es kann aber auch verfassungsrechtlich beachtliche Gründe geben, ihn zu unterschreiten.“ Dies ist der Fall, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt.

Da die Aktien der IC AG bis zum Vollzug des Squeeze-outs (ISIN DE0005632160) unverändert im Freiverkehr an der Wertpapierbörse Stuttgart, Hamburg, Berlin und München einbezogen sind, ist es grundsätzlich denkbar, den Wert der Gesellschaft auch anhand der aus dem Aktienkurs abgeleiteten Marktkapitalisierung der IC AG zu bestimmen ist.

Allerdings können grundsätzlich gewichtige Argumente gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da der Börsenkurs von zahlreichen Sonderfaktoren abhängt und damit unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen unterliegen kann. Sonderfaktoren sind die Größe und Enge des Marktes, Zufälligkeiten einzelner Kurse sowie spekulative und sonstige nicht wertbezogene Einflüsse.

* Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass diese und die nachfolgenden Ausführungen keine rechtliche Einordnung darstellen.

6 Börsenkurs und außerbörsliche Vorerwerbe

1 Börsenkurs

Berücksichtigung des Börsenkurses

1	1 Auftrag und ...	7	Zusammenfassung der ...
2	2 Beschreibung des ...	8	Anhang
3	3 Ermittlung des ...		
4	4 Liquidationswert		
5	5 Plausibilisierung anhand v ...		
6	Börsenkurs und ...		

Börsenkurs als relevanter Mindestwert bzw. Mindestgröße

Bei der Frage der Berücksichtigung des Börsenkurses im Rahmen der Unternehmensbewertung kann auf die hierzu bereits ergangene Rechtsprechung zurückgegriffen werden. Für den vorliegenden Bewertungsanlass (Squeeze-out der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG) ist bei börsennotierten Unternehmen grundsätzlich der Börsenkurs als Mindestgröße heranzuziehen.

Eine Unterschreitung des maßgeblichen Börsenkurses bei der Bestimmung der Abfindung kommt nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts nur in Ausnahmefällen in Betracht, in denen der Börsenkurs nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt (vgl. Beschluss vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94). Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, auf Grund einer Marktlage der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern, oder der Börsenpreis manipuliert worden ist (vgl. „DAT/Altana-Entscheidung“, BGH, Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25. Mai 2000, 19 W/5/93 AktE; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 31. Januar 2003, 19 W 9/00 AktE; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 5. Mai 2004, 12 W 12/01; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4. Oktober 2006, 26 W 7/06).

Auch in der jüngeren Rechtsprechung wurde die Auffassung des BVerfG beispielsweise durch das LG München mit dessen Beschluss vom 30. Mai 2018 hinsichtlich der Relevanz des Börsenkurses als Mindestwert (sowie der nachfolgend noch darzustellenden Drei-Monats-Durchschnittsberechnung) bestätigend aufgegriffen (vgl. LG München I, 30.05.2018, 5 HK 10044/16, insbesondere Tz. 189).

Allerdings fehlt seitens der Rechtsprechung eine Quantifizierung von Kriterien wie bspw. die Vorgabe eines Mindesthandelsvolumens oder die Festlegung einer bestimmten Anzahl an Tagen mit Handel der betreffenden Aktien. So äußert sich das OLG Stuttgart: „Erforderlich ist letztlich eine Gesamtbetrachtung der Marktumstände im Einzelfall, quantitative Begrenzungen lassen sich nicht schematisch festlegen“ (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008, 20 W 9/06). Insgesamt wird deshalb mit der Annahme solcher Ausnahmetatbestände sehr restriktiv umgegangen.

Das OLG Karlsruhe folgt mit seinem Beschluss vom 12. September 2017 (12 W 1/17) ebenfalls der Auffassung des BVerfG hinsichtlich des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung (so auch OLG München AG 2007 246/247) und verweist zur Beurteilung des Vorliegens einer Marktlage auf die Kriterien des § 5 der Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz-Angebotsverordnung (WpÜG-AngVO).

§ 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO führt zur Frage der Marktlage wie folgt aus: „Sind für die Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 1 Satz 1 oder § 35 Abs. 1 Satz 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgelegt worden und weichen mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5,0% voneinander ab, so hat die Höhe der Gegenleistung dem anhand einer Bewertung der Zielgesellschaft ermittelten Wert des Unternehmens zu entsprechen.“

Teils wird in der Rechtsprechung eine etwaig vorliegende Marktlage jedoch nicht zwangsweise als automatisches Ausschlusskriterium für den Börsenkurs als Referenz gesehen. So stellt das OLG München in seinem Beschluss vom 11. Juli 2006 (31 Wx 41/05) fest, dass für die Bemessung der Barabfindung im Rahmen eines Squeeze-outs der Börsenkurs auch bei einer Marktlage heranzuziehen ist, solange ein Minderheitsaktionär im relevanten Zeitraum an vielen Börsentagen die Möglichkeit hatte, seine Aktien (zum Geldkurs) zu veräußern.

6 Börsenkurs und außerbörsliche Vorerwerbe

1 Börsenkurs

Relevanz des Börsenkurses als Mindestwert

1 Auftrag und ...
 2 Beschreibung des ...
 3 Ermittlung des ...
 4 Liquidationswert
 5 Plausibilisierung anhand v...

6 Börsenkurs und ...

7 Zusammenfassung der ...
 8 Anhang

Maßgeblicher Stichtag und Referenzzeitraum

Für die Berücksichtigung des Börsenkurses ist der maßgebliche Referenzzeitraum festzulegen, aus dem der Börsenkurs im Sinne einer Mindestgröße ermittelt werden soll.

Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs hinsichtlich des maßgeblichen Zeitraums ist für den für die Bewertung heranzuziehenden Börsenkurs ein Referenzkurs zugrunde zu legen, der sich aus dem umsatzgewichteten Durchschnittskurs über einen Zeitraum von drei Monaten ergibt (sogenannte „Stollwerk-Entscheidung“, vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, II ZB 18/09). Durch eine Durchschnittsbildung können Zufallseinflüsse und kurzfristige Verzerrungen, die bei einem Stichtagskurs auftreten können, eliminiert werden. Des Weiteren werden im Wege der Gewichtung nach Tagesumsätzen Verzerrungen vermieden, die bei einer einfachen Durchschnittsbildung eintreten könnten.

Die Frage, auf welchen Zeitraum die Ermittlung des Drei-Monats-Durchschnittskurses als Untergrenze der Barabfindung bei einem aktienrechtlichen Squeeze-out der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG abzustellen ist, war bis zum Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 in Literatur und Rechtsprechung umstritten. Der BGH hat damit, abweichend von seiner bis dahin vertretenen Ansicht entschieden, dass der zugrunde zu legende dreimonatige Referenzzeitraum am Tag vor der Bekanntmachung der beabsichtigten Strukturmaßnahme endet. Wesentliches Argument für diese Auffassung ist, dass nach Ankundigung eines aktienrechtlichen Squeeze-out der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG der Kursverlauf nicht mehr unbeeinflusst, sondern vielmehr durch Abfindungsspekulationen geprägt sei.

Das OLG Karlsruhe (12. September 2017) bestätigt diese Auffassung und verweist im Hinblick auf die Berechnung des Durchschnittskurses auf § 5 der WpÜG-AngVO. Im Sinne der BGH Rechtsprechung bedeutet dies, dass bezüglich des Endes des Referenzzeitraums auf das Datum vor der Bekanntgabe der Absichtserklärung – ein aktienrechtliches Squeeze-out Verfahren durchzuführen – abzustellen ist. Dies ist auch regelmäßig die Praxis. Fraglich ist jedoch, wie im jeweiligen Einzelfall der konkrete Bekanntmachungstag identifiziert und festgelegt wird, zu dem der Referenzzeitraum endet.

Maßgeblich ist, aufbauend auf den Grundsätzen der Stollwerk-Rechtsprechung des BGH, allein das erstmalige Auftreten einer belastbaren Information, da sich die Markterwartung mit dem Wissen von der beabsichtigten Strukturmaßnahme neu, nämlich an der Höhe der erwarteten Abfindung, ausrichtet (vgl. BGH v. 19.07.2010 – II ZB 18/19, Rn. 22 sowie OLG Karlsruhe v. 22.06.2015 – 12a W 5/15). Dementsprechend ist es unerheblich, ob die Information durch eine Ad-hoc-Mitteilung des Mehrheitsaktionärs, durch eine Bekanntgabe der beherrschten Gesellschaft oder durch eine belastbare Presseberichterstattung in den Markt gelangt (vgl. OLG Karlsruhe v. 22.06.2015 – 12a W 5/15, Rn. 29).

Am 1. Juli 2019 veröffentlichte die IC AG die Ad-hoc-Mitteilung, dass die E.L.A. GmbH 97,13% des Grundkapitals der IC AG hält und dementsprechend Hauptaktionärin im Sinne des § 327a Abs. 1 AktG ist. Weiterhin wurde in dieser Ad-hoc-Mitteilung verlautbart, dass die E.L.A. GmbH das schriftliche Verlangen im Sinne des § 327a Abs. 1 AktG gestellt hat, dass die Hauptversammlung der IC AG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die E.L.A. GmbH, als Hauptaktionärin, gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt.

Im Rahmen der nachfolgenden Kursanalyse für die Aktie der IC AG wird daher der Stichtag zum 30. Juni 2019 als Ende des Referenzzeitraums gewählt.

6 Börsenkurs und außerbörsliche Vorerwerbe

1 Börsenkurs

Entwicklung des Börsenkurses der IC Immobilien Holding AG

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...**
- 7 Zusammenfassung der ...
- 8 Anhang

Kriterien der Untersuchung des historischen Kursverlaufs

Vor dem Hintergrund der vorherigen Ausführungen zu Referenzzeitraum- und Hochrechnungsüberlegungen haben wir den Aktienkurs nähergehend analysiert.

Unsere Untersuchung erfolgte ergänzend zu den bereits zuvor dargestellten Kriterien der Marktengage nach § 5 Abs.4 WpÜG-AngVO insbesondere auf Basis der folgenden quantitativen Kriterien, die sich in der Instanzenrechtsprechung als maßgeblich zur Einschätzung der Relevanz des Börsenkurses herausgestellt haben (vgl. *Land/Hallermayer*, AG 2015, 659 (Heft 18):

- ▶ Anteil des Streubesitzes an den ausgegebenen Aktien;
- ▶ Handelsvolumen im Referenzzeitraum in Relation zum Streubesitz;
- ▶ Anzahl der Börsentage ohne Handel;
- ▶ Kurssprünge/Volatilität des Börsenkurses im Referenzzeitraum.

Darüber hinaus haben wir die Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread) untersucht.

Falls nicht anders angegeben, haben wir dabei auf einen Untersuchungszeitraum von drei Monaten vor der Veröffentlichung der Maßnahme (1. April bis einschließlich 30. Juni 2019) abgestellt.

Für Analyse Zwecke wurden, sofern nicht anders angegeben, Kapitalmarktdaten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg (Tagesschlusskurse aller Börsenplätze) herangezogen.

6 Börsenkurs und außerbörsliche Vorerwerbe

1 Börsenkurs

Entwicklung des Börsenkurses der IC Immobilien Holding AG

- 1. Auftrag und ...
- 2. Beschreibung des ...
- 3. Ermittlung des ...
- 4. Liquidationswert
- 5. Preisbildung anhand v...
- 6 Börsenkurs und ...**
- 7. Zusammenfassung der ...
- 8. Anhang

Stammdaten der IC AG Aktie

ISIN	DE 000 5632160
WKN	563 216
Art der Aktie	Inhaberaktie
Ticker	IC:GR
Zulassungsssegment	Freiverkehr
Anzahl der Aktien	3.011.664
Marktkapitalisierung*	12.347.822,40 EUR
52-Wochen-Hoch	4,100 EUR
52-Wochen-Tief	0,002 EUR
Börsenplätze	Stuttgart, Hamburg, Berlin, München
Rating	-
*zum 28.06.2019 Aktienkurs, basierend auf 3.011.664 Aktien	
Quelle: Bloomberg, Unternehmensinformationen	

Entwicklung des Börsenkurses der IC AG Aktie

Die IC AG notierte am Vortrag der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme (Squeeze-out) am 28. Juni 2019 bei EUR 4,10 (Schlusskurs gemäß Bloomberg). Nachfolgendes Schaubild zeigt Börsenkurse und Handelsvolumina an den Tagen, an denen ein Handel mit der IC AG Aktien zwischen 1. April 2019 und 30. Juni 2019 stattgefunden hat.

Börsenkurs / Handelsvolumina IC AG Aktie zwischen 1. April 2019 und 30. Juni 2019



Quelle: Bloomberg, EY Analyse

6 Börsenkurs und außerbörsliche Vorerwerbe

1 Börsenkurs

Entwicklung des Börsenkurses der IC Immobilien Holding AG

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...**
- 7 Zusammenfassung der ...
- 8 Anhang

Untersuchung der Kursentwicklung anhand von Liquiditätskriterien

Anteil des Streubesitzes an den ausgegebenen Aktien

Von den insgesamt 3.011.664 ausgegebenen Aktien befinden sich 86.295 Aktien im Streubesitz (Free Float), was einer Quote von rd. 2,87% entspricht. Insgesamt erscheint der Anteil der im Free Float befindlichen Aktien mit 2,87% gering, ist aber dem Bewertungsanlass inhärent. Demnach lässt sich anhand dieses Kriteriums keine abschließende Beurteilung ableiten und ist vielmehr im Zusammenhang mit dem Handelsvolumen zu beurteilen.

Handelsvolumen in Relation zum Streubesitz

In dem dreimonatigen Betrachtungszeitraum vom 1. April bis 30. Juni 2019 beträgt das Handelsvolumen in Summe 550 Aktien. Dies entspricht rd. 0,64% des Free Floats (Datenbasis Bloomberg für alle Börsenplätze) und signalisiert damit eine nicht ausreichende Liquidität.

Anzahl der Börsentage ohne Handel

Im Betrachtungszeitraum vom 1. April bis 30. Juni 2019 wurden an 4 Handelstagen Transaktionen durchgeführt. Damit fand an rd. 6,5% der möglichen 62 Handelstage des relevanten Referenzzeitraums ein Handel statt.

Kursprüngelvolatilität des Börsenkurses im Referenzzeitraum

Innerhalb der betrachteten Referenzperiode (1. April bis 30. Juni 2019) belief sich die größte beobachtbare Kursveränderung des Schlusskurses von einem auf das zeitlich folgende abgeschlossene Handelsgeschäft auf 98,0% (Anstieg). Die größte negative Kursveränderung zwischen zwei Tagen, an denen ein Handel in der Aktie stattgefunden hat, belief sich auf 6,7% (Quelle: Bloomberg).

Zwischenergebnis

Insgesamt zeigen die oben dargestellten Untersuchungen, dass eine Einschränkung des Liquiditätskriteriums nahe liegt. In der vorherrschenden Literatur sowie den diesbezüglichen Rechtsprechungen gibt es jedoch keine festgesetzten Schwellenwerte, die das Liquiditätskriterium einer Aktie im Zusammenhang mit einem Squeeze-out-Verfahren quantitativ bestimmen. Wenngleich durch die oben dargestellten Analysen eine geringe Liquidität zu konstatieren ist, halten wir eine Ablehnung der Ableitung eines Mindestwerts anhand des Börsenkurses im Hinblick auf das Liquiditätskriteriums aufgrund der unklaren Rechtsprechung für nicht eindeutig gegeben.

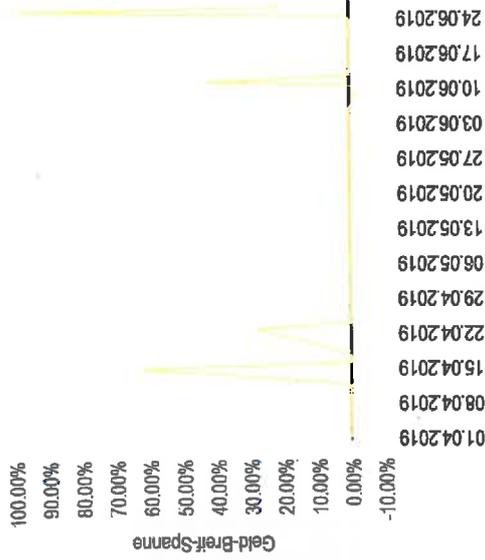
6 Börsenkurs und außerbörsliche Vorerwerbe

1 Börsenkurs

Entwicklung des Börsenkurses der IC Immobilien Holding AG

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...**
- 7 Zusammenfassung der ...
- 8 Anhang

Entwicklung Bid-Ask-Spread der IC AG Aktie



Quelle: Bloomberg

Analyse der Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread)

Ein weiterer Indikator für das Bestehen einer Marktengung ist die Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread). In dem relevanten Betrachtungszeitraum 1. April bis 30. Juni 2019 fallen Geld- und Briefkurse über alle Börsenplätze hinweg wesentlich auseinander (siehe nebenstehende Darstellung). Die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne liegt bei rd. 39,47%. In der Regel sind Geld-Brief-Spannen von unter 1% bei liquiden Aktien beobachtbar, vgl. LG München I, 21.12.2015 - 5 HK O 24402/13.

Hierbei ist zu beachten, dass an 52 Tagen der 62 möglichen Handelstagen des Betrachtungszeitraums kein Briefkurs festgestellt wurde (in der Grafik zur Entwicklung des Bid-Ask-Spreads der IC AG Aktie daher mit 0% dargestellt).

Weitere Faktoren: Kapitalmarkteffizienz und Informationsverarbeitung

Neben den aufgeführten Faktoren stellt sich die Frage, ob alle verfügbaren Informationen bei der Entscheidung der Kapitalmarktteilnehmer in der Preisbildung derart verarbeitet werden, dass der Börsenkurs entsprechend der Informationseffizienzhypothese (vgl. hierzu Fama, Journal of Finance 1970, S. 383-417) den Marktwert widerspiegelt.

Die Aktien der IC AG sind seit dem 9. September 2006 in den Freiverkehr der Wertpapierbörsen in München, Stuttgart, Hamburg und Berlin einbezogen. Die IC AG ist publizitätspflichtig, was die hinreichende Verfügbarkeit von kapitalmarktrelevanten Informationen sicherstellt. Uns sind des Weiteren keine Gründe bekannt, die gegen das Vorliegen einer marktüblichen Informationseffizienz sprechen würden.

6 Börsenkurs und außerbörsliche Vorerwerbe

1 Börsenkurs

Entwicklung des Börsenkurses der IC Immobilien Holding AG

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v. ...
- 6 Börsenkurs und ...**
- 7 Zusammenfassung der ...
- 8 Anhang

Zwischenergebnis

Auf Basis unserer Analysen und der erläuterten Kriterien kommen wir zu dem Schluss, dass für den Zeitraum 1. April bis 30. Juni 2019 (einschließlich) eine Marktlänge für den Aktienhandel in der IC AG Aktie erkennbar ist. Allerdings sprechen diese Anhaltspunkte allein dem Börsenkurs nicht jegliche Relevanz ab, eine Untergrenze für die Bemessung der Barabfindung darzustellen, solange die Aktien an der Börse grundsätzlich handelbar sind.

Innerhalb des vorliegenden Betrachtungszeitraums sind für jeden der üblichen Handelstage Geldkurse festzustellen. Dies hat zu Folge, dass zu jeder Zeit eine bestehende Kaufnachfrage, also die Möglichkeit, dass die Minderheitsaktionäre in der Lage gewesen wären, ihre Aktien in diesem Zeitraum an der Börse im Sinne der Rechtsprechung des OLG München (Beschluss v. 11. Juli 2006, 31 Wx 41/05) zu veräußern, bestanden hat.

Insofern liegen keine Anhaltspunkte dafür vor, dass der betrachtete Börsenkurs nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Somit lässt sich aus dem Vorhandensein von Geldkursen an den möglichen Handelstagen schließen, dass der Börsenkurs als Untergrenze für die Bemessung der Abfindung von Relevanz ist.

Aus der Betrachtung der Börsenkursentwicklung lässt sich erkennen, dass die Aktie innerhalb des Referenzzeitraums 1. April bis 30. Juni 2019 zwar starken Schwankungen unterlag, diese aber nicht unmittelbar auf Kurstreaktionen im Zusammenhang der geplanten jedoch noch nicht angekündigten Strukturmaßnahme (Squeeze-out) zurückzuführen sind. Es ist somit nicht davon auszugehen, dass der Börsenkurs bereits vor dem 1. Juli 2019 im Hinblick auf die angekündigte Strukturmaßnahme (Squeeze-out) wesentlich beeinflusst war. Insofern kommen wir zu dem Schluss, dass der relevante Bekanntmachungstag dem 1. Juli 2019 entspricht und der Drei-Monats-Durchschnittskurs in Folge sachgerecht über einen Referenzzeitraum von 1. April bis 30. Juni 2019 (einschließlich) ermittelt werden kann.

6 Börsenkurs und außerbörsliche Vorerwerbe

1 Börsenkurs

Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses

- 1 Auftrag und ...
 - 2 Beschreibung des ...
 - 3 Ermittlung des ...
 - 4 Liquidationswert
 - 5 Preisüberprüfung anhand ...
 - 6 Börsenkurs und ...**
- 7 Zusammenfassung der ...
8 Anhang

Durchschnittlicher Drei-Monats-Börsenkurs – Ermittlung zum Stichtag

Zieht man als Referenzzeitraum zur Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses die drei Monate direkt vor Bekanntgabe der geplanten Strukturmaßnahmen (Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären) vom 1. Juli 2019 bis 30. Juni 2019 heran, liegt eine Kursentwicklung von EUR 1,22 zum 1. April 2019 auf EUR 4,10 zum 28. Juni 2019 vor (Datenbasis Tagesschlusskurse gemäß Finanzdienstleister Bloomberg). Diese Kurse sind für diesen Zeitraum der niedrigste und höchste festgestellte Kurs dar. Beides sind jedoch festgestellte Kurse ohne tatsächlichen Handel an diesen Tagen.

Wir haben den Drei-Monats-Durchschnittskurs der Aktie der IC AG zum Stichtag 30. Juni 2019 (einschließlich) auf Grundlage der Kapitalmarktdaten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg (Tagesschlusskurs) analysiert und überprüft. Wir sehen keinen Grund, einen abweichenden Zeitraum zur Ermittlung des Drei-Monats-Durchschnittskurs zu verwenden.

Entsprechend der in § 31 Abs. 1 und Abs. 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-AngVO genannten Vorschriften zur Ermittlung einer angemessenen Gegenleistung auf Basis des durchschnittlichen Börsenkurses haben wir für die Aktie der IC AG für den Zeitraum vom 1. April 2019 bis zum 28. Juni 2019 (einschließlich) einen gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs i.H.v. EUR 3,97 ermittelt. Die Ableitung des nach Umsätzen (Handelsvolumen) gewichteten durchschnittlichen Börsenkurses (Tagesschlusskurs) erfolgte auf Grundlage der Kapitalmarktdaten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg.

Eine Ermittlung des historischen Mindestpreises für die Aktie der IC AG seitens der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (im Folgenden „BaFin“) gemäß § 31 Abs. 1 und Abs. 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-AngVO, erfolgt nur für Aktien, die an einem regulierten Markt (Inländisch organisiertem Markt) handelbar sind. Da die Aktien der IC AG ausschließlich im Freiverkehr an der Münchener, Stuttgarter, Hamburger und Berliner Wertpapierbörse gehandelt werden, wurde seitens der BaFin kein gültiger historischer Mindestpreis ermittelt.

Da der mittels Ertragswertmethode ermittelte Wert pro Aktie der IC AG i.H.v. EUR 7,19 den gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs i.H.v. EUR 3,97 übersteigt, ist der gemäß Ertragswertmethode der relevante Wert pro Aktie für die Abfindung der Minderheitsaktionäre im Rahmen des Squeeze-out Verfahrens nach §§ 327a ff. AktG.

6 Börsenkurs und außerbörsliche Vorerwerbe

2 Außerbörsliche Vorerwerbe

1. Auftrag und ...
2. Beschreibung des ...
3. Ermittlung des ...
4. Liquidationswert
5. Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...**

7. Zusammenfassung der ...
8. Anhang

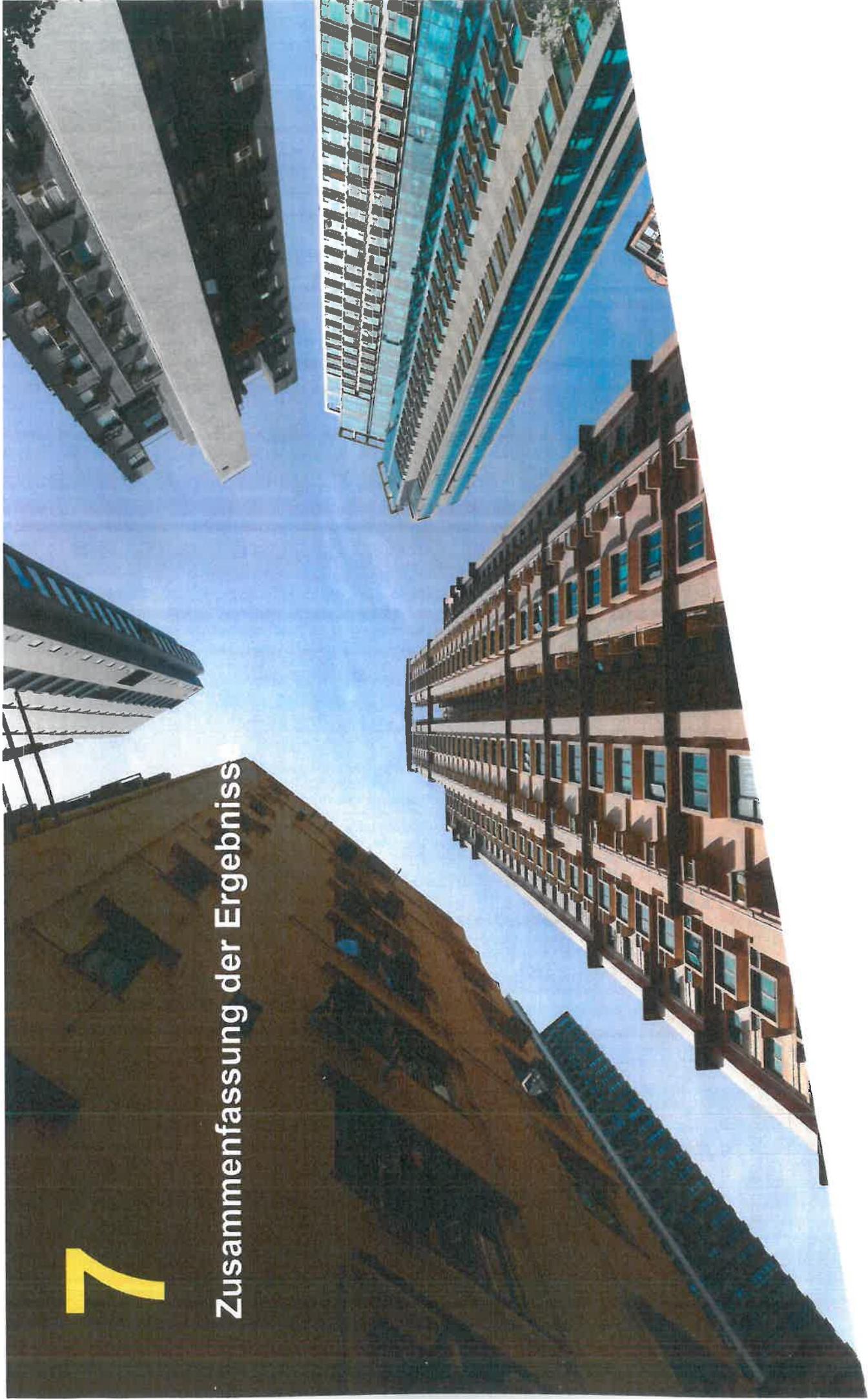
Relevanz außerbörslicher Vorerwerbe

Das Bundesverfassungsgericht (BVerfG) und der BGH haben sich in der Vergangenheit in ihren Entscheidungen mit der Frage befasst, inwieweit außerbörsliche Vorerwerbe für die Bemessung der Abfindung von Minderheitsaktionären herangezogen werden können. Das BVerfG hat mit Beschluss vom 27. April 1999 (1 BvR 1613/94, DB 1999, S. 1693 ff.; WPg 1999, S. 780 ff., vgl. auch IDW S 1, Tz. 16) entschieden, dass es unbedenklich sei, wenn vom Hauptaktionär tatsächlich gezahlte Preise für Aktien der beherrschten Gesellschaft bei der Bewertung des Unternehmens bzw. der einzelnen Aktien des Unternehmens unberücksichtigt bleiben. Gleichermaßen hat der BGH in seiner Entscheidung vom 19. Juli 2010 (II ZB 18/09) mit Verweis auf vorgenannte Entscheidung des BVerfG befunden, dass sich die angemessene Abfindung von Minderheitsaktionären nicht an Preisen orientieren müsse, die vom Hauptaktionär an andere Aktionäre gezahlt wurden.

Von der E.L.A. GmbH sind in einem Zeitraum von zwei Jahren vor Unterzeichnung dieses Gutachtens keine außerbörslichen Vorerwerbspreise gezahlt worden. Dementsprechend sowie aufgrund der höchstrichterlichen Rechtsprechung haben außerbörsliche Vorerwerbe für die vorliegende Wertableitung keine Relevanz.

7

Zusammenfassung der Ergebnisse



7 Zusammenfassung der Ergebnisse Abschließende Feststellung

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert ...
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs wird ...

7 Zusammenfassung der ... 8 Anhang

Die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH, Frankfurt am Main, hat uns beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme zum objektivierten Unternehmenswert der IC Immobilien Holding AG, Frankfurt am Main, und zur Höhe der angemessenen Barabfindung zum 17. Dezember 2019 zu erstatten.

Hintergrund unseres Auftrages ist das in der Ad-hoc-Mitteilung vom 1. Juli 2019 angekündigte Verlangen auf Durchführung eines Verfahrens zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre der IC Immobilien Holding AG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß § 327a Abs. 1 AktG. Maßgeblicher Bewertungsstichtag ist somit gemäß § 327b Abs. 1 AktG der Tag der beschlussfassenden außerordentlichen Hauptversammlung der IC Immobilien Holding AG, der 17. Dezember 2019.

Bei der Erstattung dieser gutachtlichen Stellungnahme haben wir den IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1) in der Fassung vom 2. April 2008 beachtet. Im Sinne dieser Grundsätze erstatten wir diese gutachtliche Stellungnahme in der Funktion des neutralen Gutachters.

Für die IC Immobilien Holding AG ergibt sich ein objektivierter Unternehmenswert bezogen auf den Bewertungsstichtag 17. Dezember 2019 in Höhe von **EUR 21,7 Mio.** Daraus ermittelt sich bei 3.011.664 nennwertlose Stückaktien ein anteiliger Unternehmenswert pro Aktie in Höhe von **EUR 7,19**.

Die angemessene Barabfindung im Sinne von § 327b Abs. 1 AktG beträgt dementsprechend einheitlich **EUR 7,19 je Aktie** der IC Immobilien Holding AG.

Eschborn, den 1. November 2019
Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft


Michael Scholz
Wirtschaftsprüfer, Steuerberater


Harald Sablik
Wirtschaftsprüfer

8

Anhang



Methodische Erläuterungen zum Ertragswertverfahren

Die im Folgenden beschriebenen Bewertungsgrundsätze und -methoden gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als allgemein anerkannt. Sie haben ihren Niederschlag in dem IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. gefunden, der die Auffassung des Berufsstandes darlegt, nach der Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten. Diese angewandten Grundsätze und Methoden werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt.

Bewertungsanlass und -perspektive

Nach IDW S 1 erfolgt die Unternehmensbewertung in Abhängigkeit der Funktion des Wirtschaftsprüfers sowie des Bewertungsanlasses (vgl. IDW S 1, Tz. 8 ff., Tz.12). Dabei ist grundsätzlich zu unterscheiden zwischen der Ermittlung eines objektivierten, von den individuellen Wertvorstellungen der betroffenen Parteien unabhängigen, und eines subjektiven Unternehmenswerts.

Die Bewertung erfolgt im vorliegenden Fall vor dem Hintergrund gesellschaftsrechtlicher Anforderungen. Demnach wurde auftragsgemäß ein objektivierter Unternehmenswert ermittelt. Wir üben in unserer gutachtlichen Stellungnahme die Funktion eines neutralen Gutachters aus.

Stichtagsprinzip

Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen zu ermitteln. Mit dem Bewertungsstichtag wird festgelegt, welche finanziellen Überschüsse nicht mehr zu berücksichtigen sind, weil sie den bisherigen Eigentümern des Unternehmens bereits zugeflossen sind, und ab welchem Zeitpunkt zu erwartende oder schon realisierte finanzielle Überschüsse den künftigen Eigentümern zuzurechnen sind.

Darüber hinaus determiniert der Bewertungsstichtag den Informationsstand, der insbesondere hinsichtlich der Prognose künftiger Zahlungsüberschüsse, der im Kapitalisierungszinssatz abzubildenden Alternativinvestition oder der anzuwendenden Steuergesetze bei der Unternehmensbewertung zugrunde zu legen ist.

Vorliegend wurde gemäß § 327b Abs. 1 AktG der Unternehmenswert der IC AG zum Bewertungsstichtag des 17. Dezember 2019 ermittelt.

Der Abschluss unserer Arbeiten erfolgte zum 1. November 2019 und liegt damit vor dem Bewertungsstichtag. Die Bewertung beruht auf aktuellen (für Bewertungszwecke angepassten) Planungsrechnungen und berücksichtigt alle für den Unternehmenswert relevanten Umstände bis zum Abschluss der Bewertungsarbeiten. Eine Anpassung des so ermittelten Werts wäre dann erforderlich, wenn sich bis zum Bewertungsstichtag 17. Dezember 2019 die Grundlagen für die Bewertung maßgeblich ändern würden.

Als technischer Bewertungsstichtag wurde der 1. Januar 2019 zugrunde gelegt. Der auf diesen Stichtag ermittelte Unternehmenswert wurde auf den maßgeblichen Bewertungsstichtag 17. Dezember 2019 aufgezinst.

8 Anhang

Anhang A: Ertragswertverfahren

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...

7 Zusammenfassung der ...

8 Anhang

Gemäß § 327b Abs. 1 AktG müssen bei der Ermittlung der Höhe der Barabfindung für einen Squeeze-out die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigt werden. Die angemessene Barabfindung ist so zu ermitteln, dass die Aktionäre aus der Gesellschaft ausscheiden können, ohne wirtschaftliche Nachteile zu erleiden. Dementsprechend ist die Gesellschaft unter Berücksichtigung des am Bewertungsstichtag vorhandenen Vermögens und Ertragspotenzials zu bewerten. Um dieser Anforderung zu entsprechen, werden wir zum Bewertungsstichtag überprüfen, ob wertrelevante Sachverhalte im Zeitraum zwischen Berichtsdatum und dem Tag der Hauptversammlung eingetreten sind.

Ertragswertverfahren und Discounted Cash Flow-Verfahren

Gemäß IDW S 1, Tz. 7 kann die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF-Verfahren) erfolgen. Beide Verfahren zur Berechnung des Zukunftserfolgs sind gleichwertig und führen unter gleichen Prämissen, insbesondere hinsichtlich Ausschüttungs-, Refinanzierungs- und Wiederanlageprämissen, grundsätzlich zu identischen Ergebnissen. Beide Verfahren basieren auf demselben Investitionstheoretischen Fundament (Kapitalwertkalkül) und erfassen prognostizierte finanzielle Überschüsse, die jeweils auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden. In der vorliegenden gutachtlichen Stellungnahme wird der Zukunftserfolgswert der Gesellschaft auftragsgemäß nach dem Ertragswertverfahren ermittelt.

Beim Ertragswertverfahren wird der Unternehmenswert direkt durch Diskontierung von erwarteten finanziellen Überschüssen in Form von Ausschüttungen bzw. Kapitaleinzahlungen zwischen dem zu bewertenden Unternehmen und den Anteilseignern mit einem risikoangepassten Eigenkapitalkostensatz ermittelt.

Vergangenheits-, stichtags- und zukunftsorientierte Unternehmensanalyse

Die Erwartungen bezüglich künftiger finanzieller Überschüsse sind nach den am Bewertungsstichtag gegebenen Verhältnissen zu schätzen. Dabei stellt die Unsicherheit der Zukunftserwartungen das Kernproblem einer jeden Unternehmensbewertung dar. Es sind eine Informationsbeschaffung und eine darauf aufbauende vergangenheits-, stichtags- und zukunftsorientierte Unternehmensanalyse erforderlich.

Ausgangspunkt für die Prognose und Plausibilitätsbeurteilung der künftigen finanziellen Überschüsse bildet die Vergangenheitsanalyse des zu bewertenden Unternehmens. Die in der Vergangenheit tatsächlich erzielten Ergebnisse, sowie die Vermögenslage des Bewertungsobjektes, müssen vor dem Hintergrund der vergangenen Marktentwicklungen analysiert werden. Sie sind um einmalige und außerordentliche, also nicht nachhaltige Vorgänge zu bereinigen.

Aufbauend auf der Vergangenheitsanalyse sind unter Beachtung der erwarteten Marktentwicklungen die künftigen finanziellen Überschüsse zu prognostizieren. Die voraussichtliche Entwicklung der finanziellen Überschüsse lässt sich für einen nahe liegenden und überschaubaren Zeitraum sicherer prognostizieren und plausibler beurteilen als für einen späteren Zeitraum. Daher geht die Praxis in der Regel von zwei Bewertungsphasen aus. Die erste Phase (Detailplanungsphase) umfasst häufig einen Betrachtungszeitraum von drei bis fünf Jahren. Da die einzelnen Ergebnisse nach der Detailplanungsphase nicht mehr mit ausreichender Wahrscheinlichkeit prognostizierbar sind, wird ein nachhaltig erzielbares Ergebnis in Form einer ewigen Rente abgeschätzt (zweite Phase). Die Ableitung der ewigen Rente basiert dabei grundsätzlich auf den Ergebnissen der ersten Phase und Analysen zur langfristigen, über vollständige Konjunkturzyklen geglätteten Ergebnis- und Geschäftsentwicklung.

1. Antrag und ...
2. Beschreibung des ...
3. Ermittlung des ...
4. Liquidationswert ...
5. Plausibilisierung anhand v ...
6. Börsenkurs und ...

8 Anhang Anhang A: Ertragswertverfahren

Zahlungsüberschüsse und Ausschüttungsannahme

Bei der Ableitung der Nettozuflüsse an die Aktionäre in der ersten Phase ist die bisherige und geplante Ausschüttungspolitik des zu bewertenden Unternehmens zu berücksichtigen. Diese wird durch die Eigenkapitalausstattung, die steuerlichen Rahmenbedingungen, bestehende und geplante Investitions- und Anlagemöglichkeiten im Unternehmen sowie gegebenenfalls durch handelsrechtliche Ausschüttungssperren beeinflusst. Daneben sind die Ausschüttungen mit der geplanten Liquiditätsentwicklung sowie den Refinanzierungsmöglichkeiten abzustimmen.

Von einer Vollausschüttung der geplanten Jahresüberschüsse ist nur dann auszugehen, wenn dies in der Unternehmensplanung dokumentiert und rechtlich sowie liquiditätsseitig möglich ist. In der zweiten Phase ist eine typisierte Ausschüttungsquote anzusetzen, die zur Ausschüttungsquote der Alternativanlage äquivalent ist.

Berücksichtigung von Maßnahmen zum Stichtag bereits eingeleiteter und dokumentierter Synergieeffekte

Im Rahmen der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswertes basiert die Bewertung eines Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft, welche durch die bereits vorhandenen Erfolgsfaktoren widerspiegelt wird. Demgemäß beinhaltet die zu bewertende Ertragskraft nur solche Maßnahmen, die zum Stichtag bereits eingeleitet oder zumindest hinreichend im Unternehmenskonzept dokumentiert sind (Wurzeltheorie, vgl. IDW S 1, Tz. 32).

Darüber hinaus sind bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes lediglich so genannte unechte Synergien zu berücksichtigen. Diese sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich unabhängig vom konkreten Bewertungsanlass realisieren lassen. Sie sind abzugrenzen von echten Synergien, die sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahmen ergeben und im Rahmen der objektivierten Wertermittlung nicht berücksichtigt werden dürfen. Zusätzlich muss bei der Berücksichtigung von unechten Synergien im Unternehmenswert dem Wurzelprinzip (also der zum Bewertungsstichtag bereits eingeleiteten oder zumindest hinreichend vorhandenen Dokumentation der synergiefördernden Maßnahme) Rechnung getragen werden (vgl. IDW S 1, Tz. 34, 50).

Ertragsteuerliche Einflüsse

Entsprechend dem Bewertungszweck, eine objektivierte Informationsgrundlage aufgrund gesellschaftsrechtlicher Regelungen zu schaffen, wurde im Einklang mit IDW S 1, Tz. 31, 44 der Ertragsteuerbelastung in Form der unmittelbaren Typisierung Rechnung getragen. Dabei hat die Bewertung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner zu erfolgen. Neben der Ertragsteuerbelastung auf Unternehmensebene ist hierbei auch der persönlichen Ertragsteuer bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse und des Kapitalisierungszinssatzes Rechnung zu tragen.

Die Nettozuflüsse sind demnach unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens und des Anteilseigners zu bestimmen. Als Ertragsteuern, die auf Unternehmensebene zu Belastungen führen, sind beispielsweise bei (deutschen) Kapitalgesellschaften die Gewerbesteuer, die Körperschaftsteuer und der Solidaritätszuschlag abzuziehen.

Bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften ist zu berücksichtigen, dass durch das Unternehmenssteuerreformgesetz 2008 für im Privatbesitz gehaltene Anteile auf Anteilseignerebene eine Abgeltungssteuer auf Kapitalerträge erhoben wird. Der definitive Abgeltungssteuersatz beträgt 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag. Somit werden Dividenderträge seit dem 1. Januar 2009 in voller Höhe der Abgeltungssteuer unterworfen. Zudem unterliegen Kursgewinne aus der Veräußerung von Aktien, die nach dem 1. Januar 2009 erworben wurden, unabhängig von der Haltedauer zum Veräußerungszeitpunkt der Abgeltungssteuer.

Aufgrund der Einführung des Abgeltungsteuersystems „kann der Wertbeitrag aus Thesaurierung (Kurswachstum) vom Anteilseigner nur noch theoretisch durch unendlich lange Partizipation am Unternehmenserfolg (vollkommen) steuerfrei vereinnahmt werden. Möglichkeiten der steuerfreien Vereinnahmung, z.B. durch Aktienrückkaufprogramme oder durch Verkauf der Aktie wie im Halbeinkünfteverfahren, sind aufgrund des Wegfalls der Steuerfreiheit der Veräußerungsgewinne für Anteilserwerbe ab dem 1. Januar 2009 nicht mehr möglich. Dieser qualitativen Veränderung ist im Bewertungskalkül Rechnung zu tragen. Da das nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse Kursgewinne verursacht, ist dieses um die steuerlichen Konsequenzen der Veräußerungsgewinnbesteuerung zu kürzen.

Bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften und unmittelbarer Typisierung persönlicher Einkommensteuern müssen zur Berücksichtigung der Veräußerungsgewinnbesteuerung im Rahmen der Abgeltungssteuer zusätzliche Annahmen über die Haltedauer der Unternehmensanteile getroffen werden (vgl. IDW S 1, Tz. 44). Zur Schätzung einer typisierten Haltedauer zur Bemessung des effektiven Veräußerungsgewinnsteuersatzes liegen nur in eingeschränktem Umfang empirische Befunde vor, jedoch ist als Reaktion auf die Einführung der Veräußerungsgewinnbesteuerung prinzipiell von langen Haltedauern und einer dementsprechend geringen Steuerbelastung auszugehen. Bei fiktiver Zurechnung des thesaurierungsbedingten Wachstums ist sowohl das inflations- bzw. mengenbedingte Wachstum als auch der fiktiv zugerechnete Betrag mit persönlichen Ertragsteuern zu belasten.“ (vgl. WP Handbuch 2008, Wirtschaftsprüfung, Rechnungslegung, Beratung, Band II, 13. Auflage, S. 119, Tz. 326) In der Wertermittlung ist dies durch einen typisierten Ertragsteuersatz abzubilden. Diesen haben wir entsprechend der Untersuchungen von Wagner/Saur/Willershausen (vgl. Wagner/Saur/Willershausen: Zur Anwendung der Unternehmensbewertungsgrundsätze des IDW S 1 i.d.F. 2008 in der Praxis, WPrG 2008, Heft 16, S. 731-747) in Höhe des hälftigen Abgeltungssteuersatzes inkl. Solidaritätszuschlag und damit in Höhe von 13,1875% angesetzt.

8 Anhang

Anhang B: Kapitalisierungszinssatz

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...

7 Zusammenfassung der ...

8 Anhang

Berechnung der Eigenkapitalkosten gemäß CAPM

$$r_{EK} = r_{RF} + \beta * MRP$$

r_{EK} = Eigenkapitalkosten

r_{RF} = Basiszinssatz / risikofreier Zinssatz

MRP = Marktrisikoprämie

β = Betafaktor

Methodische Erläuterungen zum Kapitalisierungszinssatz

Ökonomisch verbirgt sich hinter der Berechnung des Unternehmenswertes mittels des Ertragswertverfahrens ein Vergleich der aus dem Unternehmen durch die Eigentümer erzielbaren Nettoausschüttungen mit einer alternativen Anlagemöglichkeit. Vergleichsmaßstab ist der Zahlungsstrom, der mit einer im Vergleich zum Bewertungsobjekt besten alternativen Kapitalverwendung erzielt werden kann.

Im Rahmen des dem Ertragswertverfahrens zugrundeliegenden Barwertkalküls bildet der Kapitalisierungszinssatz die Entscheidungsalternative eines Investors ab, der die Rendite seiner Investition in ein bestimmtes Unternehmen mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage in Unternehmensanteile vergleicht. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, wenn diese dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist (vgl. IDW S 1, Abschnitt 7.2.4.1). Die Berücksichtigung des Risikos erfolgt dabei nach national und international üblichen Verfahren durch einen Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz (Risikozuschlagsmethode, vgl. IDW S 1, Tz. 90).

Als Ausgangsgrößen für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form eines Aktienportfolios) in Betracht. Gemäß IDW S 1, Abschnitt 7.2.4.1 sind diese Aktienrenditen grundsätzlich in einen Basiszinssatz und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zu zerlegen. Bei dieser Aufteilung kann auf Kapitalmarktmodelle, wie insbesondere das so genannte Capital Asset Pricing Model („CAPM“, vgl. IDW S 1, Abschnitt 7.2.4.1), zurückgegriffen werden.

Gemäß CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus den Komponenten Basiszinssatz und Risikozuschlag zusammen. Ein nachhaltiges Wachstum der finanziellen Überschüsse in der ewigen Rente wird bewertungstechnisch über einen sogenannten Wachstumsabschlag vom Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt.

Das Tax-CAPM ermöglicht es zusätzlich, die Auswirkungen persönlicher Einkommensteuern auf die Bemessung des Basiszinssatzes und des Risikozuschlags explizit darzustellen. Hierdurch können Ertragsteuern bei der Bemessung der Nettoausschüttungen und des Kapitalisierungszinssatzes konsistent berücksichtigt werden.

Basiszinssatz

Aufgabe des Basiszinssatzes ist es eine risikofreie und fristadäquate Alternativanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen festzulegen. Im Hinblick auf ihren quasi-sicheren Charakter erfüllen in Deutschland Anleihen der öffentlichen Hand weitestgehend die Forderung nach Risikofreiheit.

Sofern ein Unternehmen unter der Annahme einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer bewertet wird, muss streng genommen als fristadäquater Basiszinssatz die am Bewertungsstichtag beobachtbare Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand angesetzt werden. In Ermangelung solcher „ewigen“ Anleihen erscheint es naheliegend, als Ausgangspunkt auf die Rendite von Staatsanleihen mit langen Restlaufzeiten abzustellen. Für die dabei erforderliche Wiederanlage kann die aktuelle Zinsstrukturkurve herangezogen werden (vgl. IDW S 1, Tz. 117).

Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW hat sich mit der Frage befasst, wie im Falle einer Ableitung von Basiszinssätzen aus der Zinsstrukturkurve vorgegangen werden kann (vgl. Fachnachrichten des IDW Nr. 8/2005). Nach Auffassung des FAUB ist in diesem Fall bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte von der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen auszugehen. Aus dieser Zinsstruktur am Rentenmarkt lässt sich der Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten, wie er für sogenannte Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko gelten würde, ableiten. Die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristadäquaten Zerobondzinssätze gewährleisten die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz (vgl. Jonas/Wieland-Blöse/Schiffarth, FB 2004, S. 647 ff.). Das IDW empfiehlt, als Datenbasis auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank zurückzugreifen. Der FAUB hat in seiner Sitzung am 22.10.2019 beschlossen, unverändert an der Vorgehensweise zur Ableitung des Basiszinssatzes festzuhalten (vgl. „Neue Kapitalkostenempfehlung des FAUB 25.10.1019“, veröffentlicht am 25. Oktober 2019 auf der Homepage des IDW).

Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler, insbesondere bei den für Unternehmensbewertungen relevanten langfristigen Renditen, kann es sachgerecht sein, nicht alleine die zum Bewertungsstichtag geschätzten Zerobondzinssätze zu verwenden, sondern Durchschnittsrenditen. Zur Gewährleistung einer praktikablen und nachvollziehbaren Glättung können aus den in den vorangegangenen drei Monaten geschätzten Renditen periodenspezifische Durchschnittsrenditen abgeleitet werden.

Die derzeit beobachtbaren negative Renditen von -0,57% (September 2019, Quelle: Statista) für deutsche Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren markieren einen historischen Tiefstand. Inflationsschutzindexierte deutsche Staatsanleihen und solche im kurzen Laufzeitbereich weisen ebenfalls negative Renditen auf. Dabei liegt die Rendite deutscher Staatsanleihen deutlich unterhalb laufzeitkongruenter Renditen anderer europäischer Staatsanleihen. Diese Marktbeobachtungen können insbesondere damit erklärt werden, dass ceteris paribus die Nachfrage nach deutschen Staatsanleihen aufgrund von größeren Sicherheitsbedürfnissen der Anleger gestiegen ist.

Da bezüglich des Handels mit deutschen Staatsanleihen kein Marktversagen beobachtbar und auch keine risikoärmere Anlageform erkennbar sind, haben wir trotz des historisch niedrigen Niveaus die am Markt beobachtbare Rendite deutscher Staatsanleihen als bestmöglichen Schätzer für aktuelle risikofreie Renditen verwendet.

Bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes ist der Ertragssteuerbelastung, die aus Sicht der finalen Anteilseigner auf die zugrunde gelegte Alternativanlage entfällt, Rechnung zu tragen. Auf Zinserträge fällt die pauschale Abgeltungssteuer einschließlich Solidaritätszuschlag in Höhe von 26,375% an.

8 Anhang B: Kapitalisierungszinssatz

Risikoprämie

Eine Anlage in Anteile eines Unternehmens ist grundsätzlich mit einem höheren Risiko behaftet als eine Anlage in risikofreie festverzinsliche Wertpapiere. Im Gegensatz zu der Anlage in risikofreie Staatsanleihen, deren langfristig erwartete Rendite sich im Basiszinssatz widerspiegelt, ist bei der Anlage in Unternehmensanteile sowohl die Höhe als auch die zeitliche Verteilung der geplanten Erträge unsicher.

Die Unsicherheiten bezogen auf Chancen und Risiken eines unternehmerischen Engagements sowie auf den zukünftigen Verlauf der Zahlungsströme lassen sich Marktteilnehmer durch Risikozuschläge auf den Zinssatz einer risikolosen Anlage abgleiten. Bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ist in diesem Zusammenhang nicht auf die subjektive Risikoneigung einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das allgemeine Verhalten bzw. die Erwartungen des Marktes abzustellen.

Risikoprämien können mit Hilfe von Preisbildungsmodellen aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden. Das CAPM stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen von persönlichen Ertragsteuern erklärt werden. Aktienrenditen und Risikoprämien werden grundsätzlich durch die persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner beeinflusst. Das so genannte Tax-CAPM erweitert das CAPM um die explizite Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern bei der Ableitung des Basiszinssatzes und des Risikozuschlags.

Entsprechend diesem Kapitalmarktmodell lässt sich die zukünftig zu erwartende Rendite einer Anlage aus der Summe des Basiszinssatzes und der mit dem Betafaktor gewichteten Marktrisikoprämie jeweils nach Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer ermitteln.

Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie ergibt sich als Renditedifferenz zwischen der Anlage in ein breit gestreutes Portfolio risikobehafteter Aktien und der Anlage in risikolose Wertpapiere.

Kapitalmarktuntersuchungen über langjährige Betrachtungszeiträume haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere. Unter anderem in Abhängigkeit von dem gewählten Betrachtungszeitraum lassen sich historische Marktrisikoprämien von rund 4,0% bis 6,0% ableiten.

Auf Basis dieser Studien (vgl. u.a. Stehle 2004) sowie unter Berücksichtigung des aktuellen Steuersystems wurde vom IDW der Ansatz einer Marktrisikoprämie vor persönlicher Einkommensteuer in einer Bandbreite von 4,5% bis 5,5% empfohlen (vgl. Online-Ergebnisbericht über die 95. Sitzung des FAUB am 29. November 2007). Nach persönlicher Einkommensteuer empfahl das IDW einen Ansatz einer MRP in einer Bandbreite von 4,0% bis 5,0%

Im FAUB wurden mögliche Auswirkungen der aktuellen Kapitalmarktsituation mit ihren historisch niedrigen risikofreien Zinssätzen auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes auf Grundlage des Tax-CAPM diskutiert. Der FAUB gab in seiner Verlautbarung vom 10. Januar 2012 hierzu die Empfehlung, bei Unternehmensbewertungen zu prüfen, ob der aktuellen Kapitalmarktsituation mit dem Ansatz der Marktrisikoprämie am oberen Ende der damals empfohlenen Bandbreiten von 4,5 % bis 5,5 % (vor persönlicher Ertragsteuer) bzw. von 4,0% bis 5,0% (nach persönlicher Ertragsteuer) Rechnung zu tragen ist (vgl. IDW-Fachnachrichten 2009, S. 696 f.).

8 Anhang

Anhang B: Kapitalisierungszinssatz

1. Auftrag und ...	7. Zusammenfassung der ...
2. Beschreibung des ...	8. Anhang
3. Ermittlung des ...	
4. Liquidationswert	
5. Plausibilisierung anhand v. ...	
6. Börsenkurs wird ...	

Hintergrund dieser Veröffentlichung stellte die infolge der Finanzmarktkrise und Kapitalmarktsituation gestiegene Unsicherheit an den Kapitalmärkten und des hiermit einhergehenden Risikos für Anleger und Unternehmen dar.

Seit Januar 2012 hatten sich die Entwicklungen an den Kapitalmärkten und die korrespondierenden Risikofaktoren wie bspw. Kapitaltransferrisiken, Konjunkturrisiken oder andere Länderrisiken weiter verstärkt. Die damals 2012 beobachtbaren risikofreien Renditen von knapp über 2% (2012) bzw. nunmehr unter 0% für langlaufende deutsche Staatsanleihen stellen historische Tiefstände dar und liegen deutlich unterhalb der Renditen anderer EU-Staatsanleihen. Insgesamt sprechen diese Entwicklungen dafür, dass es sich um eine außergewöhnliche Markt- und Risikosituation handelt, die eine unveränderte Übernahme historisch abgeleiteter Marktrisikoprämien nicht mehr zulässt. Weitere Hinweise zu einer derzeit erhöhten Marktrisikoprämie lassen sich darüber hinaus auf der Grundlage historischer Daten zu realen Aktienrenditen sowie sogenannter *ex-ante*-Analysen von Aktienrenditen erkennen.

Der FAUB hat sich in seiner 108. Sitzung am 27. August 2012 erneut mit der Ableitung der Marktrisikoprämie in der aktuellen Situation befasst und eine Anhebung der empfohlenen Bandbreite der Marktrisikoprämie auf 5,5% bis 7,0% (vor persönlichen Steuern) bzw. auf 5,0% bis 6,0% (nach persönlichen Steuern) beschlossen (vgl. Hinweise des FAUB zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung, 19. September 2012).

In jeder Sitzung des FAUB findet seither eine Überprüfung und Diskussion dieser Situation statt. Dabei ist hinsichtlich der Marktrisikoprämie zu beachten, dass diese gemäß des für finanzmathematische Unternehmensbewertungszwecke unterstellten CAPM-Konzepts eine Residualgröße als Reflex auf die Annahmen zur Ableitung von (am Kapitalmarkt beobachtbarer) Gesamt- bzw. Eigenkapitalrendite und (beobachtbarem) risikolosem Basiszins darstellt und die Diskussion der Marktrisikoprämie insofern nicht völlig losgelöst von Gesamtrenditebetrachtungen geführt werden kann (vgl. Bertram/Castedello/Tschöpel, CF 2015, S.468). Konzeptionell bedingt spiegelt sich in der Basiszinsermittlung das aktuelle Marktumfeld in Form der seit der Finanzmarktkrise signifikant gesunkenen Realrenditen deutscher Staatsanleihen wider, während eine unveränderte historische Marktrisikoprämie älterer Empfehlungsbandsbreiten die aktuelle Kapitalmarktsituation ausblenden und beispielsweise eine CAPM-basierte Nachrechnung aktuellerer Gesamrenditen der jüngeren Vergangenheit mithin nicht vollumfänglich ermöglichen würde. Für die Messung der Marktrisikoprämie als mittelbare Differenz liegen mehrere konzeptionelle Ansätze vor, von denen aufgrund individueller Vor- und Nachteile keiner den anderen einschlägig überlegen ist und somit anstelle einer isolierten Betrachtung vielmehr ein pluralistischer Ansatz mit dem Ziel der Gesamtwürdigung sachgerecht erscheint. Hierzu zählen neben der Betrachtung historischer Aktienrenditen beispielsweise auch die Analyse (vergangenheitsorientierter) langfristiger realer Aktienrenditen sowie die Heranziehung von (zukunftsorientierten) *ex-ante*-Analysen impliziter Kapitalkosten. Die genannten Ansätze werden nachfolgend nähergehend erläutert. (Für weitere Hintergründe, Berechnungsgrundlagen und Erläuterungen vgl. sämtlich und ausführlich Castedello/Jonas/Schieszi/Lenckner, WPG 2018, S. 806 ff.)

Der vergangenheitsorientierte sogenannte *ex-post* Ansatz kann mittels Untersuchungen zur Entwicklung historischer Realrenditen vorgenommen werden, wobei entweder auf eine direkte Ableitung einer im Zeitverlauf konstanten Marktrisikoprämie (sogenannter historischer Ansatz) oder auch auf die Bestimmung der Marktrisikoprämie als Residualgröße aus einer als im Zeitablauf konstant postulierten Aktienrealrendite und des gegenwärtigen risikolosen Zinssatzes zum Stichtag (sogenannter Total-Market-Return Ansatz) gezielt werden kann. Beide Ansätze basieren dabei grundsätzlich auf Aktien- und Anleiherenditen eines vergangenen Betrachtungszeitraums, Annahmen zur geeigneten Mittelwertbildung (arithmetisch, geometrisch, Kombinationen hieraus, Länge der Anlagezeitscheiben etc.) sowie der Betrachtung nominaler oder realer Renditen. Unterschiede ergeben sich im Wesentlichen aus der Reihenfolge der Differenzbildung aus den betrachteten Aktien- und Anleiherenditen und somit von der als konstant postulierten Größe (konstante Aktienrendite mit residueller Marktrisikoprämie vs. konstante Marktrisikoprämie).

8 Anhang

Anhang B: Kapitalisierungszinssatz

- 7 Zusammenfassung der ...
8 Anhang
 1 Auftrag und ...
 2 Beschreibung des ...
 3 Ermittlung des ...
 4 Liquidationswert
 5 Plausibilisierung anhand v ...
 6 Börsenkurs und ...

Anhand einer CAPM-basierten illustrativen Nachrechnung der Gesamrendite kann die Erklärungsfähigkeit dieser methodischen Ansätze zu jüngeren Kapitalmarktentwicklungen und damit die Frage, ob die Marktrisikoprämie als langfristig konstante (und somit etwaig vor und nach der Finanzmarktkrise stets unveränderte) Komponente innerhalb der Gesamt-Eigenkapitalrenditeerwartung oder als zumindest partiell (im Umfeld des risikolosen Zinssatzes) veränderliche Komponente zu sehen ist, nähergehend beleuchtet werden. Dabei wird zunächst eine Betrachtung vor persönlichen Steuern gewählt (da Nachsteuerrenditen empirisch nicht beobachtbar sind).

Untenstehende Abbildung stellt die beobachtbare Aktienrendite, gebildet aus dem Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) des DAX, die Entwicklung des nominalen Basiszinssatzes (Jahresdurchschnitte der je Monat ermittelten Sätze) sowie eine CAPM-basierte Nachrechnung zweier Ausprägungen dar. Deutlich wird dabei zunächst, dass die jüngere Aktienrendite 2016 bzw. 2017 zwar annähernd wieder das Niveau der Vorkrisenjahre 2005 bis 2007 erreicht, jedoch gleichsam ein deutliches Absinken des Basiszinnsiveaus (von ehemals 4% bis 4,5% auf nunmehr rund 1%) vorliegt. Dies liefert ein Indiz dafür, dass die Marktrisikoprämie einer zumindest partiellen Atmung unterlegen haben muss, da dem Absinken des risikolosen Zinssatzes (rund 3 Prozentpunkte) keine proportionale Reduktion der Aktienrendite gegenübersteht. Dies wird ebenso offenbar, wenn in der CAPM-basierten Nachrechnung erster Ausprägung (vgl. gestrichelte Linie mit Dreieck-Symbol) eine stets konstante Marktrisikoprämie von 6,25% (illustrativ als Mitte der aktuellen Empfehlungsbandsbreite vor persönlichen Steuern von 5,5% bis 7,0%) auf den jeweils geltenden Basiszins aufgeschlagen wird.

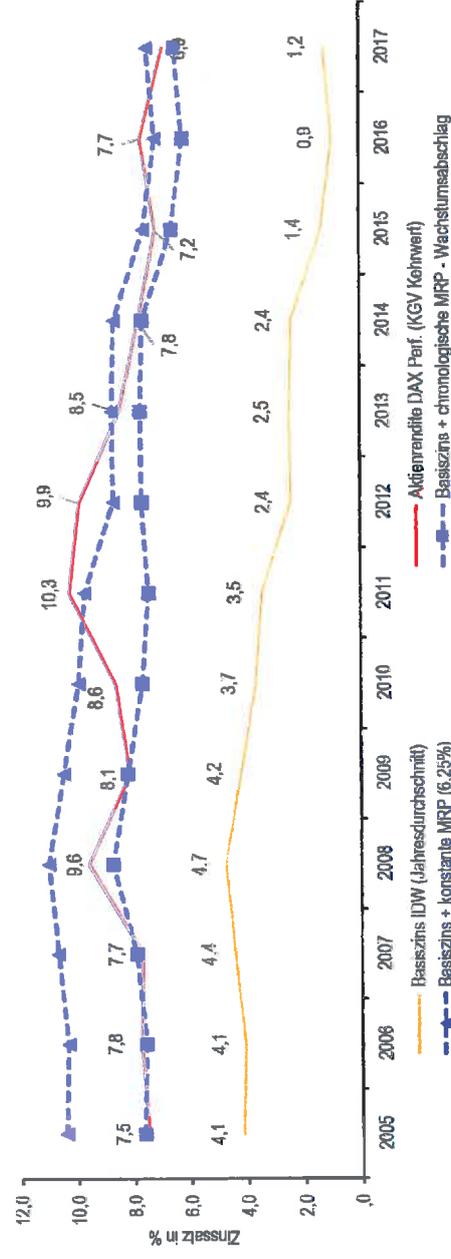
In zweiter Ausprägungsvariante (vgl. gestrichelte Linie mit Viereck-Symbol) dagegen wird als Marktrisikoprämie der Mittelwert der für den Vergangenheitszeitraum jeweils gültigen Empfehlungsbandsbreite herangezogen, auf den Basiszins aufgeschlagen und ein Wachstumsabschlag von 1% abgezogen.

Aus dieser Gegenüberstellung lässt sich erkennen, dass

1. nur auf Basis der aktuellen, durch den FAUB im September 2012 angehobenen MRP-Empfehlungsbandsbreite eine Nachrechnung jüngerer Gesamrenditen ab 2012 größtenteils möglich ist und
2. rückblickend für die Vorkrisenjahre entsprechend niedrigere Prämien innerhalb der damals durch den FAUB empfohlenen Bandsbreiten (4,0% bis 5,0% vor 2008; 4,5% bis 5,5% bis 2011) sachgerecht waren

(vgl. Castedello/Jonas/Schiesz/Lenckner, WPG 2018, S. 814 - 816).

Entwicklung von Aktienrendite, Basiszinssätzen und CAPM-Nachrechnung der Gesamrendite



Quelle: Castedello / Jonas / Schiesz / Lenckner, WPG 2018, S. 814.; EY Analyse

8 Anhang

Anhang B: Kapitalisierungszinssatz

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert ...
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...

7 Zusammenfassung der ...
8 Anhang

All dies indiziert mithin, dass die Marktrisikoprämie eine zumindest partiell veränderliche Komponente innerhalb der CAPM-Systematik zur Gesamtrendite darstellt und an den Kapitalmärkten jüngst auch tatsächlich ein zumindest partieller Anstieg der Marktrisikoprämie stattgefunden hat. Dies stützt die durch den FAUB im September 2012 vorgenommene Anhebung der Empfehlungsbandsbreite.

In Ergänzung dieser (visuellen und empirischen) Würdigung können zudem historische Realrenditezeitreihen deutscher Aktien untersucht werden, um unter der Hypothese im Zeitverlauf konstanter Erwartungswerte für Realrenditen sowie Einschätzungen zu Inflationserwartungen und dem jüngeren Basiszinsniveau eine retrograde rechnerische Ableitung nominaler Marktrisikoprämien vorzunehmen. Entsprechende Ergebnisse für ex-post Marktrisikoprämien in Abhängigkeit gewählter Zeitreihen, Anlagezeiträume und Mittelwertbildung können untenstehender Tabelle entnommen werden. Die abgeleiteten Marktrisikoprämien liegen bei rund 7% und deuten teils gar auf noch darüber hinausgehende Aufwärtstendenzen hin, so dass auch diese Untersuchung bei isolierter Betrachtung die durch den FAUB vorgenommene Anhebung der Bandbreitenempfehlung und im gegenwärtigen Zinsumfeld eine Orientierung am oberen Bandbreitenende (vor pers. Steuern) stützt.

Retrograde Ableitung nominaler Marktrisikoprämien (ex-post)

Basis	Anlage- zeitscheiben	Rendite	Mittel	$R_{M, \text{real}}$	Inflations-	R_M	R_F	Marktrisiko- prämie
				(rund)	erwartung	nominal	nominal	
CDAX, 1955 - 2017	ein Jahr	real	arithm.	9,4%	1,7%	11,1%	1,3%	9,8%
CDAX, 1955 - 2017	30-Jahre	real	geom.	6,8%	1,7%	8,5%	1,3%	7,2%
FTS, 1955 - 2013	ein Jahr	real	arithm.	9,7%	1,7%	11,4%	1,3%	10,1%
FTS, 1955 - 2013	30-Jahre	real	geom.	7,0%	1,7%	8,7%	1,3%	7,4%

Quelle: Castaldello / Jonas / Schieszi / Lendkner, WPg 2018, S. 817; EY Analyse

Da ex-post Ansätze durchaus modelltheoretische Unsicherheiten und isolierte Unzulänglichkeiten mit sich bringen, können zur Gesamtwürdigung der Marktrisikoprämie im aktuellen Marktumfeld im Sinne der Methodenpluralität weitere Untersuchungen zu impliziten Kapitalkosten mitsamt der sogenannten ex-ante Marktrisikoprämie durchgeführt werden. Diese verschiebt den Fokus von der Vergangenheitsorientierung des ex-post Ansatzes hin zum Einbezug der aktuellen Kapitalmarktsituation, indem zum Untersuchungsstichtag beobachtbare Marktwerte sowie aus Analytischeinschätzungen gewonnene erwartete Cashflows börsennotierter Gesellschaften (bspw. des DAX) für eine Auflösung des Bewertungskalküls nach (impliziten) Kapitalkosten, und innerhalb dieser der Marktrisikoprämie, genutzt werden. Aus derartigen Analysen lässt sich zeigen, dass zum Jahresende 2017 eine implizite Marktrisikoprämie von rund 7% vorlag. Auch die Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Wirtschaftstreuhänder in Österreich folgt mit Empfehlung vom 17. Oktober 2017 nunmehr dem impliziten Ansatz, demgemäß aus Vorgabe erwarteter impliziter Gesamrenditen unter Abzug des stichtagsbezogenen Basiszinssatzes die Marktrisikoprämie als Residualergebnis zu erhalten ist und zuletzt in einem Korridor von 6,15% bis 7,65% (vor persönlichen Steuern) lag (vgl. Bertl, WPg 2018, S. 805 ff.).

8 Anhang

Anhang B: Kapitalisierungszinssatz

1. Aufbau und ...
2. Beschreibung des ...
3. Ermittlung des ...
4. Liquidationswert.
5. Plausibilisierung anhand v ...
6. Einwirkungs- und ...

7. Zusammenfassung der ...

8. Anhang

Auch obenstehende Überlegungen zu ex-ante Marktrisikoprämien deuten mithin auf ein seit der Finanzmarktkrise nachhaltig gestiegenes Niveau hin und stützen die durch den FAUB 2012 vorgenommene Anhebung der deutschen Empfehlungsbandsbreite (auf 5,5% bis 7,0% vor persönlichen Steuern). Da diese Empfehlung gegenwärtig noch Gültigkeit besitzt und die damaligen Überlegungen bzw. Größenordnungen des FAUB darüber hinaus durch aktuelle Marktuntersuchungen (auf Basis von ex-post, ex-ante und Realrendite-basierten Analysen) weiterführend gestützt werden, erachten wir es als sachgerecht, die Marktrisikoprämie innerhalb der Empfehlungsbandsbreite des FAUB des IDW festzulegen. Für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern entspreche dies vor dem Hintergrund des gegenwärtigen Niedrigzinsumfelds einer Festlegung auf das obere Bandbreitenende von 7,0%.

Der vorliegende Bewertungszweck erfordert jedoch eine unmittelbare Typisierung der Ertragsteuerbelastung und somit die Heranziehung von Kapitalkosten und mithin einer Marktrisikoprämie nach **persönlichen Steuern**. Eine direkte einfache Ableitung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern ist aufgrund der verknüpften Wirkungszusammenhänge der Abgeltungsteuer auf Ausschüttungen (Dividendenrendite), Kursgewinne (Kursrendite) und Basiszins nicht möglich. Vielmehr kann durch Überleitung auf eine Marktrendite nach persönlicher Steuer sowie eines Basiszinssatzes nach persönlicher Steuer sodann eine Marktrisikoprämie nach persönlicher Steuer ermittelt werden, die die Differenz hieraus bildet.

Durch diese vereinfachende rechentechnische Überleitung kann plausibilisiert werden, in welchem Zusammenhang Marktrisikoprämien vor und nach persönlichen Steuern stehen. In nebenstehender Tabelle ist diese Plausibilisierung ausgehend von zuvor erläuteter Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 7,0% dargestellt. Es resultiert eine modeltheoretische Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von rund 5,7%.

Aktuell verläuft die Zinsstrukturkurve unter Verwendung der Svensson-Methode entsprechend der Methodik der Bundesbank mittelbar abgeleitet aus den Kupon-Renditen deutscher Staatsanleihen nahezu über die gesamte Laufzeit von 30 Jahren im negativen Bereich. Gemäß seinem verfolgten pluralistischen Ansatz hat der FAUB historisch gemessene Aktienrenditen, langfristige reale Aktienrenditen sowie unter Verwendung von ex-ante-Analysen ermittelte implizite Kapitalkosten aus der Marktkapitalisierung der DAX-Unternehmen um die aktuellen Beobachtungen ergänzt. Die Analysen weisen auf einen leichten Rückgang der Gesamrendite im Zeitablauf hin, der jedoch in keinem Verhältnis zu dem Rückgang der Renditen deutscher Staatsanleihen steht. Die Gesamrendite liegt bei vorsichtiger Gesamtwürdigung aller Analysen nominal eher in einer Bandbreite von 7 - 9 %, was auch durch aktuelle Untersuchungen der Bundesbank gestützt wird. Dementsprechend hat der FAUB in seiner Sitzung am 22. Oktober 2019 beschlossen, seine Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,0% bis 8,0% anzuheben. Ausgehend von der Empfehlung vor persönlichen Steuern hat der FAUB vor dem Hintergrund des geltenden Abgeltungssteuersystems eine Überleitung in eine Welt nach persönlichen Steuern vorgenommen. Dies führt zu einer entsprechenden leichten Anpassung der Empfehlung für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern auf eine Bandbreite von nunmehr 5,0% bis 6,5% (vgl. „Neue Kapitalkostenempfehlung des FAUB 25.10.2019“, veröffentlicht am 25. Oktober 2019 auf der Homepage des IDW). Dementsprechend halten wir im vorliegenden Fall eine Marktrisikoprämie i.H.v. **5,75%** für sachgerecht (vgl. Anhang E „Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes“).

Plausibilisierender Zusammenhang zwischen Marktrisikoprämien vor und nach persönlichen Steuern

	Vor pers. Steuer	Pers. Steuer	Nach pers. Steuer
Marktrendite vor pers. St	8,25%		
Ausschüttungsquote	50,0%		
Dividendenrendite	4,13%	26,38%	3,04%
Kursrendite	4,13%	13,19%	3,58%
Marktrendite nach pers. St			6,62%
Basiszinssatz	1,25%	26,38%	0,92%
Marktrisikoprämie	7,00%		5,70%

Quelle: in Anlehnung an Castedello / Jonas / Schieszl / Lenckner, WPg 2018, S. 924 unter Heranziehung einer Marktrisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern als Ausgangsbasis für Nachsteuerüberlegungen

8 Anhang Anhang B: Kapitalisierungszinssatz

Unternehmensspezifisches Risiko (Betafaktor)

Die unternehmensspezifische Risikoprämie ergibt sich nach dem Tax-CAPM aus dem Produkt der Marktrisikoprämie nach Steuern und dem so genannten Betafaktor. Der Betafaktor spiegelt das relative Risiko einer spezifischen Aktie gegenüber der Gesamtheit aller Aktien (Marktportfolio) wider. Dabei bedeutet ein Betafaktor größer 1,0 ein im Vergleich zum Gesamtmarkt überdurchschnittliches systematisches, ein Betafaktor kleiner 1,0 ein im Vergleich zum Gesamtmarkt unterdurchschnittliches systematisches Risiko.

Grundsätzlich werden Betafaktoren so weit wie möglich marktgestützt unter Verwendung historischer Kursdaten mit Hilfe von Regressionsanalysen gewonnen. Sofern das zu bewertende Unternehmen selbst börsennotiert ist, kann unter bestimmten Umständen dessen Betafaktor herangezogen werden.

Sofern das zu bewertende Unternehmen nicht börsennotiert ist oder der eigene Betafaktor des Unternehmens aus anderen Gründen nicht verwendbar ist, kann auf den durchschnittlichen Betafaktor einer Gruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen (die so genannte „Peer Group“) zurückgegriffen werden. Dabei ist darauf zu achten, dass die in der Peer Group enthaltenen Unternehmen in Bezug auf ihr systematisches Risiko mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar sind.

Die Höhe der beobachteten Betafaktoren hängt von den gewählten Parametern, insbesondere dem gewählten Betrachtungszeitraum, dem gewählten Renditeintervall sowie dem herangezogenen Referenzindex ab. Dabei gilt es, zur Ermittlung einen Zeitraum zugrunde zu legen, der auch für das zukünftige Risiko der Gesellschaft als repräsentativ angesehen werden kann. Bei der Wahl des Betafaktors ist zusätzlich zu berücksichtigen, dass die Kapitalstruktur Einfluss auf die Höhe des Betafaktors hat. Ein höherer Verschuldungsgrad resultiert in der Regel in einem höheren Betafaktor, ein niedrigerer Verschuldungsgrad in einem niedrigeren Betafaktor.

Wachstumsabschlag

Unternehmensplanungen basieren regelmäßig auf nominalen Größen und bilden damit preissteigerungs-bedingte Effekte in der Detailplanungsphase direkt in den geplanten Aufwands- und Ertragspositionen ab. In Phase zwei (d.h. für den Zeitraum nach der Detailplanungsphase) wird das preisbedingte Wachstum der finanziellen Überschüsse dagegen bewertungsmathematisch über einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt.

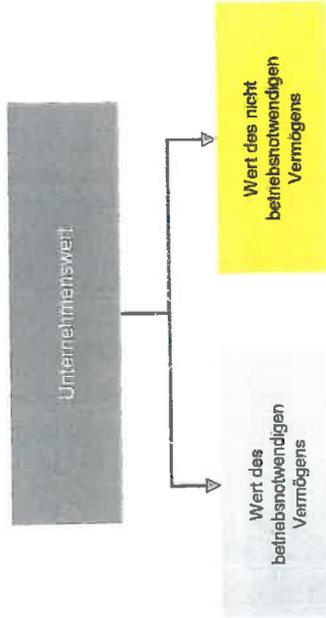
Die Höhe des anzusetzenden Wachstumsabschlags ist unternehmensspezifisch zu bestimmen und ist im Wesentlichen davon abhängig, inwieweit das Unternehmen in der Lage ist, inflationsbedingte Kostensteigerungen auf seine Abnehmer durch Preiserhöhungen überzuwälzen bzw. mittels Effizienzsteigerungen zu kompensieren.

8 Anhang

Anhang C: Sonderwerte, Liquidations- und Substanzwert

8 Anhang

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert ...
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...



Sonderwert / Gesondert zu bewertendes Vermögen

Im Ertragswert des Bewertungsobjektes findet nur der Wert des betriebsnotwendigen Vermögens seinen Niederschlag. Die Bewertung ist zu ergänzen, wenn die Gesellschaft über nicht betriebsnotwendiges Vermögen verfügt. Vermögensgegenstände, die einzeln veräußert werden können, ohne die Fortführung des Unternehmens und damit die eigentliche Unternehmensaufgabe zu beeinträchtigen, sind außerhalb der Ertragsbewertung der betriebsnotwendigen Unternehmensteile gesondert mit den netto erzielbaren Überschüssen aus der Einzelveräußerung anzusetzen und in den Unternehmenswert einzuzurechnen.

Liquidationswert

Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung insgesamt als vorteilhafter, die einzelnen Vermögensteile des Unternehmens gesondert zu veräußern, so ist die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse, der sogenannte Liquidationswert, als Unternehmens(mindest)wert anzusetzen.

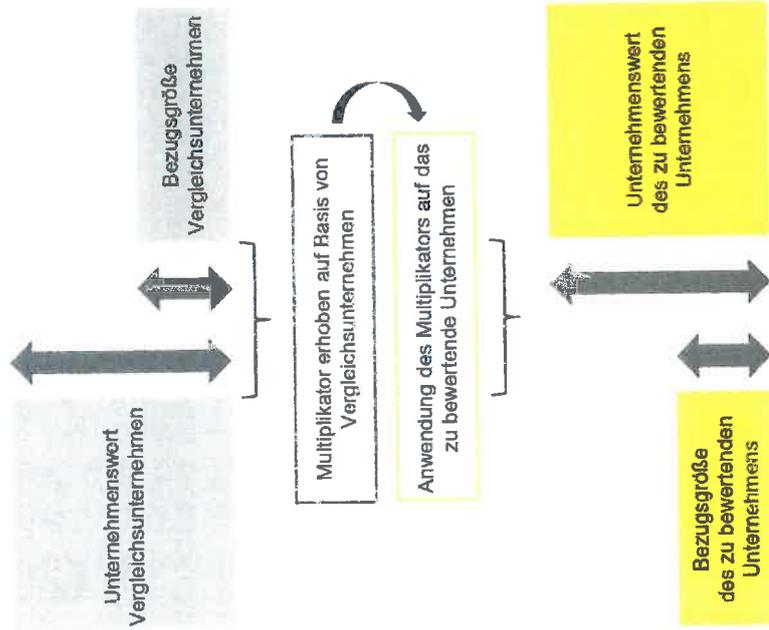
Da es im vorliegenden Fall keinerlei ersichtliche Gründe für eine Liquidation des Bewertungsobjektes gibt, ist die Liquidation (Zerschlagung) keine Alternative zur Unternehmensfortführung. Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund dann anfallender Aufwendungen für Sozialpläne, Kosten aus Vertragsauflösungen und noch zu erbringenden Leistungen. Auf die Ermittlung des Liquidationswertes könnte deshalb grundsätzlich verzichtet werden.

Dennoch haben wir eine überschlägige Berechnung vorgenommen, in welcher Höhe bei einer Liquidation der IC AG Gruppe stillen Reserven erzielt werden müssten, dass der Liquidationswert den Ertragswert für die Bemessung der Abfindung der Minderheitsaktionäre übersteigt (siehe Abschnitt 4 „Liquidationswert“).

Substanzwert

Die Bewertung der Unternehmenssubstanz unter dem Gesichtspunkt der Wiederbeschaffung führt zu dem sogenannten Rekonstruktionswert bzw. Substanzwert des Unternehmens, der wegen der im Einzelnen nicht vollständig erfassbaren und zu bewertenden immateriellen Werte (z.B. Wert der Organisation, der Stellung im Markt, des Rufs u.a.) nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat nur in wenigen Ausnahmefällen (z.B. wenn die beste alternative Kapitalverwendung der Unternehmensnachbau wäre) einen selbstständigen Aussagewert. Im vorliegenden Fall ist der Substanzwert des Unternehmens nicht relevant und wurde daher nicht ermittelt.

Grundschema Multiplikatoransätze



Methodische Erläuterungen zur vergleichsorientierten Marktbewertung – Plausibilisierung des Unternehmenswerts auf Grundlage von Multiplikatoren

Nach IDW S 1, Tz. 143 kann die Plausibilitätskontrolle der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren bzw. dem DCF-Verfahren im Einzelfall mit Hilfe vereinfachter Preisfindungen auf Grundlage von Kapitalmarktdaten erfolgen. Hierbei können insbesondere Multiplikatoransätze herangezogen werden. Eine Unternehmensbewertung nach dem Ertragswert- oder dem DCF-Verfahren können diese vereinfachten Preisfindungsmethoden nach IDW S 1, Tz. 144 ausdrücklich nicht ersetzen.

Bei den vorherrschenden Multiplikatoransätzen werden entweder aus Marktkapitalisierungen börsennotierter Vergleichsunternehmen („Comparable-Companies-Approach“) oder aus gezahlten Kaufpreisen in tatsächlich stattgefundenen Vergleichstransaktionen („Recent-Transactions-Approach“) Multiplikatoren aus Finanzkennzahlen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen. Diese kapitalmarktorientierten bzw. transaktionsbezogenen Multiplikatoransätze beruhen auf der Annahme, dass das Verhältnis zwischen Marktkapitalisierung bzw. tatsächlich gezahltem Kaufpreis und den Finanzkennzahlen von dem zu bewertenden Unternehmen und den Vergleichsunternehmen ähnlich ist. Die Ergebnisse der Multiplikatorbewertung werden maßgeblich von der Festlegung der Vergleichsunternehmen bzw. Vergleichstransaktionen sowie der Auswahl der zur Bewertung herangezogenen Multiplikatoren bestimmt.

Wir haben vorliegend die Ergebnisse von Multiplikatoren zur Plausibilitätsbeurteilung herangezogen. Zu den Einzelheiten verweisen wir auf unsere Ausführungen in Abschnitt 5 „Plausibilisierung anhand von Multiplikatoren“ dieser gutachtlichen Stellungnahme.

Plausibilisierung des Unternehmenswerts auf Grundlage von Börsenmultiplikatoren

Das Multiplikatorverfahren basiert auf Multiplikatoren von Bezugsgrößen einer Gruppe von Unternehmen, die mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar sind (Peer Group). Dabei werden die Multiplikatoren aus dem Verhältnis der Börsenwerte der Vergleichsunternehmen zu ihren jeweiligen Bezugsgrößen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen.

Je nach Bezugsgröße wird bei der Multiplikatormethode der Bruttounternehmenswert (auch Unternehmensgesamtwert, kurz „UGW“) oder (un)mittelbar der Preis für das Eigenkapital (Nettounternehmenswert) des Bewertungsobjektes (durch Abzug der Nettoverschuldung) ermittelt.

8 Anhang

Anhang D: Vergleichsorientierte Marktbewertung

1. Auftrag und ...
2. Beschreibung des ...
3. Ermittlung des ...
4. Liquidationswert
5. Plausibilisierung anhand v ...
6. Basisrisikos und ...

7. Zusammenfassung der ...

8 Anhang

Damit steht die Methode im Gegensatz zum zahlungsstromorientierten Ertragswertverfahren, in dem der Unternehmenswert durch Abzinsung künftiger Einzahlungsüberschüsse ermittelt wird. Da es sich allerdings typischerweise ausschließlich um die Bewertung anhand von Marktpreisen handelt, die unter anderem frei von Synergiepotenzialen, dem internen Optimierungspotenzial sowie den Integrationskosten ermittelt wird, handelt es sich bei den Ergebnissen der marktorientierten Verfahren um Preise, weniger um ganzheitliche Unternehmenswerte.

Im Multiplikator spiegelt sich durch die Heranziehung von Kapitalmarktdaten die aggregierte Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich der längerfristigen Ertragswartungen und des unternehmerischen Risikos wider.

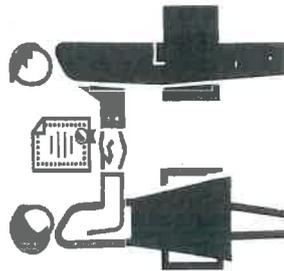
Bezugsgrößen

Als finanzielle Bezugsgrößen werden zur Bildung von Multiplikatoren Umsatz- bzw. Ergebnisgrößen sowie der Buchwert des Eigenkapitals der Vergleichsunternehmen herangezogen. Üblicherweise kommen die folgenden Bezugsgrößen zur Anwendung:

- ▶ Umsatz,
- ▶ Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA),
- ▶ Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT),
- ▶ Jahresüberschuss.

Plausibilisierung des Unternehmenswerts auf Grundlage von vergleichbaren Transaktionen

Für die Anwendung von Transaktionsmultiplikatoren ist die Vergleichbarkeit der heranzuziehenden Unternehmenstransaktionen wesentlich. Es sind insofern nur solche Transaktionen zu berücksichtigen, an denen Zielunternehmen mit einem dem Bewertungsobjekt vergleichbaren Geschäftsmodell bzw. Chancen- und Risikoprofil beteiligt waren. Die dabei gezahlten Preise sind maßgeblich durch die individuelle und jeweils aktuelle Interessenlage der beteiligten Parteien und damit von subjektiven Wertvorstellungen geprägt. Bei der Ableitung der Vergleichsmaßstäbe ist deshalb z.B. zu berücksichtigen, ob Mehrheits- oder Minderheitsanteile übertragen werden oder ob erkennbar hohe strategische Prämien bezahlt wurden. Da die Transaktionsmultiplikatoren von gezahlten Preisen abgeleitet werden, können unter Umständen etwaige Prämien für beispielsweise Synergiepotenziale enthalten sein. Bei der Analyse von Transaktionsmultiplikatoren ist darüber hinaus darauf zu achten, dass möglichst stichtagsnahe Transaktionen herangezogen werden.



8 Anhang

Anhang E: Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...

7 Zusammenfassung der ...
8 Anhang

Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

Die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze wurden folgendermaßen ermittelt:

IC AG Konzern: Ableitung Kapitalisierungszinssatzes für den Detailplanungszeitraum GJ19F bis GJ22P und die ewige Rente

	GJ18A	GJ19F	GJ20P	GJ21P	GJ22P	TV
Basiszins vor pers. Steuern	-%	-%	-%	-%	-%	-%
Basiszins nach pers. Steuern	-%	-%	-%	-%	-%	-%
Marktrisikoprämie	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Betafaktor unverschuldet	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96
Betafaktor verschuldet	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96
Wachstumsrate in der ewigen Rente						1,00%
Eigenkapitalkosten	5,52%	5,52%	5,52%	5,52%	5,52%	4,52%

Quelle: EY Analyse, Capital IQ

Basiszinssatz

Auf Basis der Daten der Deutschen Bundesbank ergab sich zum Tage des Abschlusses der Bewertungsarbeiten ein Basiszinssatz (vor Abzug der persönlichen Einkommensteuer) von 0,00%.

Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommensteuern wurde in Höhe von 5,75%, d.h. in Höhe des Mittelwerts der Empfehlung des FAUB angesetzt (vgl. „Neue Kapitalkostenempfehlung des FAUB 25. Oktober 2019“ veröffentlicht am 25. Oktober 2019 auf der Homepage des IDW). Wir verweisen hierzu auf unsere Erläuterungen in Anhang B „Kapitalisierungszinssatz“.

8 Anhang

Anhang E: Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

1 Auftrag und ...	7 Zusammenfassung der ...
2 Beschränkung des ...	8 Anhang
3 Ermittlung des ...	
4 Liquidationswert	
5 Plausibilisierung anhand v ...	
6 Börsenkurs und ...	

Betafaktor

Grundsätzlich werden Betafaktoren so weit wie möglich marktgestützt unter Verwendung historischer Kursdaten mit Hilfe von Regressionsanalysen gewonnen. Sofern das zu bewertende Unternehmen selbst börsennotiert ist, ist zunächst zu untersuchen, ob der eigene Betafaktor des Bewertungsobjekts als geeigneter Ansatzpunkt für die Abschätzung des unternehmerischen Risikos angesehen werden kann.

Die Aktien der IC AG sind aktuell unter der ISIN DE0005632160 in den Freiverkehr an den Wertpapierbörsen Stuttgart, Hamburg, Berlin und München einbezogen.

Ein originärer Betafaktor ist grundsätzlich ungeeignet, wenn er auf Basis historischer Kursdaten im Zeitraum nach der Bekanntgabe einer Strukturmaßnahme ermittelt wird und die zugrundeliegenden Aktienkurse bzw. deren Entwicklung seit Bekanntgabe einer Strukturmaßnahme im Wesentlichen auf Effekten der Marktentkopplung bzw. kapitalmaßnahmenbedingten (zeitlichen) Verzerrungen zurückzuführen ist (vgl. BGH vom 19. Juli 2010, II ZB 18/09). Folglich muss der Referenzzeitraum für die Ermittlung des Betafaktors mit bzw. vor dem Tag der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme enden (vgl. OLG Karlsruhe v. 13.05.2013, 12 W 77/07 (13), Rn. 36 (juris); OLG Frankfurt v. 30.08.2012, 21 W 14/11, Rn. 80 (juris)).

Wir haben die Kursentwicklung der Aktie der IC AG über einen Zeitraum von zwei Jahren bis zur Veröffentlichung des Squeeze-Out-Verlangens durch den Mehrheitsaktionär vor dem 1. Juli 2019 und darüber hinaus bis zum 31. Juli 2019 analysiert. Die Analyse zeigt, dass unmittelbar nach der Pflichtveröffentlichung der E.L.A. GmbH über die Einleitung eines Squeeze-out Verfahrens bei der IC AG, sich die Kursentwicklung der IC AG Aktien ohne Vorliegen eines hierfür nachvollziehbaren wirtschaftlichen Grundes von der Branchen- als auch der Gesamtmarktentwicklung entkoppelt hat.

In dem Zwei-Jahres-Zeitraum vom 1. Juli 2017 bis 30. Juni 2019 hat bei 506 möglichen Börsenhandelstagen lediglich an 58 Börsentagen ein Handeln in Aktien der IC AG stattgefunden. Demgegenüber fand in den ersten sieben Tagen nach der Ad-hoc-Mitteilung über das Verlangen des Mehrheitsaktionärs über die Durchführung eines Squeeze-outs ein täglicher Handel verbunden mit einem deutlichen Kursanstieg der IC AG Aktie statt. Im Juli 2019 betrug das Handelsvolumen in der Aktie der IC AG 10% des Volumens des Zwei-Jahres-Zeitraums vom 1. Juli 2017 bis 30. Juni 2019. Dieser Handel mit den entsprechenden Kursbewegungen in engem zeitlichen Zusammenhang mit Veröffentlichung von Informationen über die Veränderung von Anteilsverhältnissen oder der Anündigung von Konzernierungsmaßnahmen stellen ein Indiz dafür dar, dass dies seitdem beobachteten Kursentwicklungen weniger Ausdruck für unternehmerische Chancen- und Risiken des IC AG Konzerns sind.

Diese Einschätzung lässt sich exemplarisch durch die nachfolgende Gegenüberstellung der Entwicklung der Kursnotierungen der IC AG Aktie mit dem CDAX dokumentieren.

Die Gegenüberstellung der Entwicklung der Kursnotierungen der Aktie der IC AG mit dem CDAX, zeigt eine sehr hohe Volatilität der Aktie der IC AG (bei vergleichsweise wenig Handelstagen und geringen Handelsvolumina) gegenüber der allgemeinen Markt- und Branchenentwicklung, die einen überwiegend stabilen, fast flachen Trend aufweist. Solche spürbaren Kursbewegungen sind in der Regel auf außerordentliche interne Ereignisse oder extreme Marktentwicklungen zurückzuführen und stellen keine Entwicklung der eigenen unternehmerischen Chancen- und Risiken dar.

8 Anhang

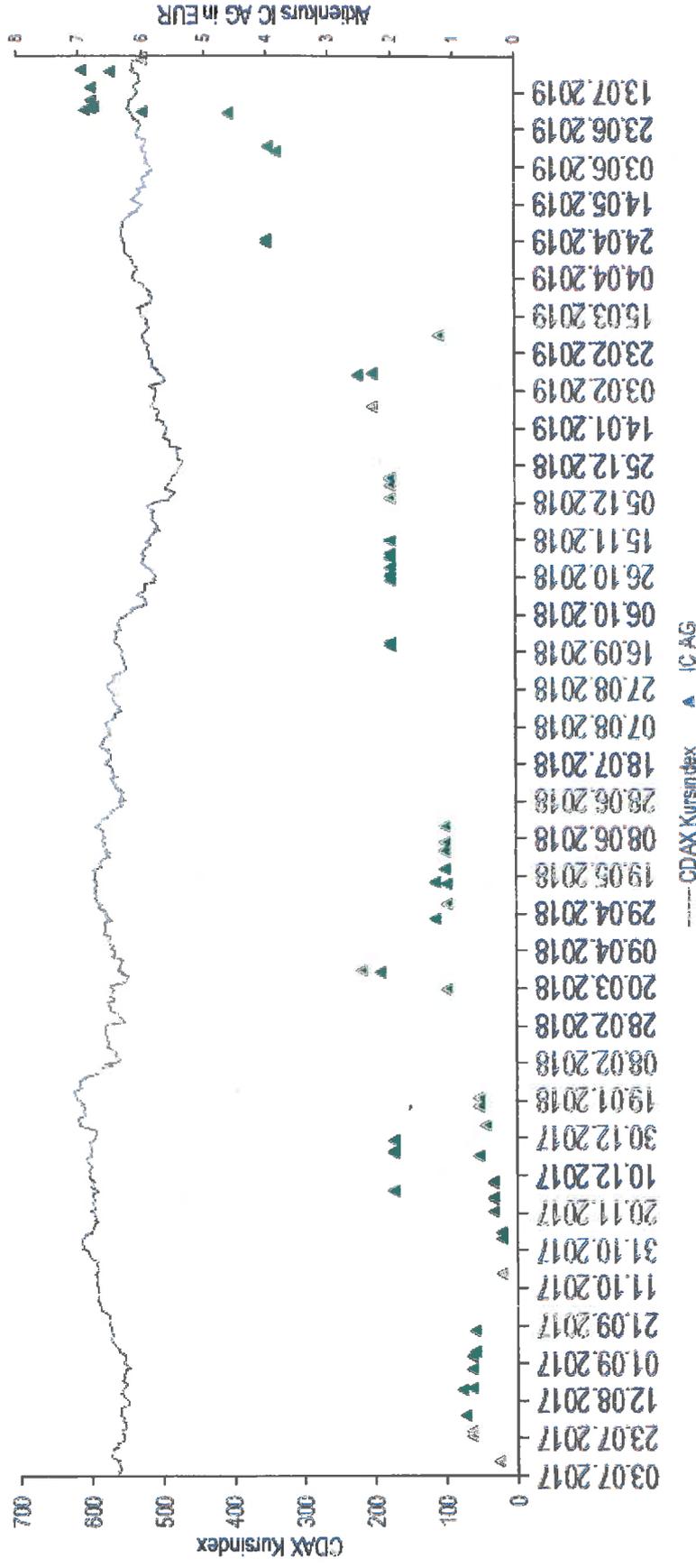
Anhang E: Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v...
- 6 Börsenkurs und ...

8 Anhang

7 Zusammenfassung der ...

Kursentwicklung der Aktie der IC AG und des CDAX



Quelle: S&P Capital IQ; Bloomberg; EY Analyse

Damit spiegeln die Kursschwankungen der IC AG Aktien nicht mehr das bei der Unternehmensbewertung heranzuziehende und sich aus der Geschäftstätigkeit der IC AG ableitbare individuelle unternehmerische Risiko des Unternehmens wider, sondern nur ein für die Unternehmensbewertung unbeachtliches Spekulationsrisiko, welches faktisch nur von der Höhe der zu erwartenden Barabfindung, der Bonität des Hauptaktionärs sowie dessen Willen zur Durchführung der Konzernierungsmaßnahme bestimmt wird.

Damit kann der eigene Betafaktor der IC AG nicht als geeigneter Ansatzpunkt für die Ableitung des operativen Geschäftsrisiko des IC AG Konzerns angesehen werden, weshalb die Bestimmung eines Peer Group Betafaktors (d.h. die Bestimmung eines Betafaktors anhand börsennotierter Vergleichsunternehmen) geeigneter für die Unternehmensbewertung ist.

8 Anhang

Anhang E: Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

1 Auftrag und ...	7 Zusammenfassung der ...
2 Beschreibung des ...	8 Anhang
3 Ermittlung des ...	
4 Liquidationswert	
5 Plausibilisierung anhand v ...	
6 Börsenkurs und ...	

Die Auswahl der Vergleichsunternehmen erfolgte anhand internationaler börsennotierter Wettbewerber, die in Bezug auf ihr systematisches Risiko mit dem IC AG Konzern vergleichbar sind. Eine Beschreibung der Vergleichsunternehmen ist in Anhang F „Peer Group / Vergleichsunternehmen“ dargestellt.

Für die Ermittlung der Peer Group Betafaktoren wurden Aktienkursbewegungen aus einem Zwei-Jahres-Zeitraum (zum 25. Oktober 2019) auf wöchentlicher Basis herangezogen. Rechnerisch wurden die sogenannten raw (unadjusted) Betafaktoren aus logarithmierten Renditen mittels Regression gegen jeweils die breitesten nationalen Landesindizes bestimmt. In unten stehender Tabelle sind die anhand der Regression ermittelten (raw, levered) Betafaktoren dargestellt.

Diese levered Betafaktoren haben wir unter Berücksichtigung des Verschuldungsgrads und des Steuersatzes in sogenannte unverschuldete („unlevered“) Betafaktoren transformiert. Bei diesen unlevered Betafaktoren sind somit verzerrende und bei jedem Peer Group Unternehmen in unterschiedlichem Ausmaß vorhandene risikoerhöhende Effekte der unternehmensspezifischen Verschuldung herausgerechnet und bereinigt worden.

Eine Verkürzung des verwendeten zweijährigen Betrachtungszeitraumes für die Peer Group orientierte Betafaktor Analyse ist nicht geboten. Der Median des levered Peer Group Betafaktor liegt mit 1,06 nahe des allgemeinen Marktrisikos. Gleichermaßen zeigt die operative Geschäftsentwicklung im Bereich der Dienstleistungen für Gewerbeimmobilien eine hohe Abhängigkeit von der allgemeinen konjunkturellen Entwicklung. Vor diesem Hintergrund erscheinen die auf Basis zweijähriger Betrachtungszeiträume abgeleitete Betafaktoren die beste Approximation für die zukünftige Abbildung des unternehmensindividuellen Geschäftsrisikos der IC AG Gruppe.

Ableitung des unverschuldeten Betafaktors

Name	raw Beta levered	Verschuldungsgrad	Steuersatz	raw Beta unlevered
CBRE Group, Inc.	1,13	18,8%	26,0%	0,99
Colliers International Group Inc.	1,53	17,4%	26,5%	1,36
Cushman & Wakefield plc	Nicht signifikant	n/a	n/a	n/a
Fletcher King Plc	Nicht signifikant	n/a	n/a	n/a
Jones Lang LaSalle Incorporated	1,06	16,8%	26,0%	0,94
Modern Living Investments Holdings Limited	Nicht signifikant	n/a	n/a	n/a
Savills plc	0,85	5,3%	19,0%	0,81
Median	1,06			0,96

Quelle: EY Analyse, S&P Capital IQ, Stichtag: 25. Oktober 2019

Für die Ableitung des Peer Group basierten Betafaktors wurde auf den Mittelwert der unlevered Betafaktoren der Vergleichsunternehmen in Höhe von 0,96 (kaufmännisch gerundet auf zwei Nachkommastellen) abgestellt. Bei der Übertragung des Betafaktors der Peer Group auf die Bewertung wurde berücksichtigt, dass die IC AG Gruppe keine grundlegende Änderung seines Geschäftsmodells anstrebt.

Diese Analyse wurde ergänzend für alternative Zeiträume, Renditeintervalle und Indizes durchgeführt. Bei diesen alternativen Betrachtungsweisen ergaben sich deutlich höhere Betafaktoren. Der unlevered Betafaktor von 0,96 war der niedrigste Wert dieser Analyse.

8 Anhang

Anhang E: Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...

7 Zusammenfassung der ...
8 Anhang

Für die Anwendung des Peer Group Betafaktors ist der so ermittelte Betafaktor noch an die im Bewertungszeitpunkt sowie in der Planung erwartete individuelle Finanzierungs- und Kapitalstruktur der IC AG im Wege eines sogenannten „re-levering“ anzupassen. Die IC AG hat (mit Ausnahme der Pensionsrückstellungen) kein verzinssicheren Verbindlichkeiten gegenüber Dritten. Der Nettofinanzmittelbestand ist positiv. Über den Planungszeitraum ist keine Aufnahmen von verzinssicheren Fremdkapital geplant. Der sogenannte relevered Betafaktor entspricht somit dem unlevered Betafaktor von 0,96.

Wachstumsrate

Für die IC AG konnte für die Planjahre 2018 bis 2022 der Ansatz eines Wachstumsabschlages entfallen, da die Erträge und Aufwendungen nominal geplant worden sind. Für die Geschäftsjahre ab 2023ff. wurde ein Wachstumsabschlag in Höhe von 1,0% angesetzt (vgl. 3/3. „Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses“). Über den Wachstumsabschlag wird unterstellt, dass die entziehbaren Überschüsse von der IC AG unter Berücksichtigung der Erträge und Kosten nachhaltig nominal wachsen.

1. Auftrag und ...
2. Beschreibung des ...
3. Ermittlung des ...
4. Liquidationswert ...
5. Plumbilierung anhand v. ...
6. Börsenkurs und ...

8 Anhang

Anhang F: Peer Group / Vergleichsunternehmen

Peer Group (1/2)

Unternehmensbeschreibung

Land

USA

Die **CBRE Group** ist spezialisiert auf die Beratung von Gewerbeimmobilien. Die Tätigkeit der Gruppe gliedert sich in 2 Segmente:

- Investmentmanagement: Transaktions- und Projektmanagement, Bewertung und Bewertung, Immobilienleasing, Strategieberatung für Pensionskassen, Versicherungen, institutionelle Investoren etc. Ende 2017 verfügte die Gruppe über EUR 86,1 Mrd.. Assets under Management;
- Entwicklung und Verwaltung von Immobilienvermögen: Industrie-, Gewerbe- und Bürogebäude, Gesundheitseinrichtungen, Flughäfen usw.

Colliers International Group Inc. ist in der Erbringung von Dienstleistungen im Bereich der gewerblichen Immobilien tätig. Die Gesellschaft bietet Dienstleistungen an, einschließlich Outsourcing und Beratung, Mietvermittlung und Verkaufsvermittlung. Zu den Segmenten gehören Amerika, Europa, Naher Osten und Afrika (EMEA), Asien-Pazifik und Konzern. Sie ist im Transaktionsvermittlungsgeschäft tätig, das Dienstleistungen im Bereich Verkauf und Vermietung für gewerbliche Kunden anbietet. Die Sales and Lease Brokerage Division führt Transaktionen für einen Kundenstamm durch, darunter Unternehmen, Finanzinstitute, Regierungen und Einzelpersonen. Sie erbringt Dienstleistungen für Verkauf, Vermietung und Verpfändung in verschiedenen Bereichen, wie z.B. Vermietervertretung, Mietervertretung sowie Kapitalmarkt- und Investmentdienstleistungen. Der Geschäftsbereich Outsourcing und Beratung erbringt Gutachter- und Bewertungsdienstleistungen, Facility, Property und Asset Management Dienstleistungen, Projektmanagementdienstleistungen und Research für gewerbliche Immobilienkunden.

USA

Cushman & Wakefield plc, ehemals Cushman & Wakefield Limited, ist ein Dienstleister für gewerbliche Immobilien. Das Leistungsspektrum der Gesellschaft umfasst Immobilien, Anlagen und Projektmanagement, Leasing, Kapitalmarkt und Bewertung. Das Unternehmen ist in drei Segmenten tätig: Amerika; Europa, Naher Osten und Afrika (EMEA) und Asien-Pazifik (APAC). Die Region Amerika besteht aus Niederlassungen in den Vereinigten Staaten, Kanada und Lateinamerika. EMEA umfasst Aktivitäten in Großbritannien, Frankreich, den Niederlanden und anderen Märkten in Europa und dem Mittleren Osten. APAC umfasst Niederlassungen in Australien, Singapur, China und anderen Märkten in der Region Asien-Pazifik.

Großbritannien

Fletcher King PLC bietet eine Reihe von Immobiliendienstleistungen und -beratung in ganz Großbritannien an, einschließlich Immobilienfondsmanagement, Immobilien-Assetmanagement, Rating, Bewertungen und Investmentbroking. Die Gesellschaft konzentriert sich auch auf allgemeine Dienstleistungen. Die Gesellschaft hält zwei Fonds zum Erwerb von Büroimmobilien in der Botolph Lane neben der Monument Tube Station in der Stadt und einem Gebäude in der Sekforde Street, Clerkenwell.

Quelle: S&P Capital IQ, www.marketstreet.com, Unternehmens-Homepage

8 Anhang

Anhang F: Peer Group / Vergleichsunternehmen

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...

8 Anhang

7 Zusammenfassung der ...

Peer Group (2/2)

Unternehmensbeschreibung

Land

USA

Jones Lang LaSalle Incorporated (JLL) ist ein auf Immobilien spezialisiertes Finanz- und Dienstleistungsunternehmen. Das Unternehmen ist in vier Geschäftsfeldern tätig: Amerika; Europa, Mittlerer Osten und Afrika (EMEA); Asien-Pazifik und LaSalle. Sie bietet integrierte Dienstleistungen auf lokaler, regionaler und globaler Ebene für Eigentümer-, Nutzer-, Investoren- und Developer-Kunden. Das Unternehmen erbringt verschiedene Immobiliendienstleistungen (RES) in drei geografischen Geschäftssegmenten: Amerika, EMEA und Asien-Pazifik. Die RES sind in fünf Produktkategorien unterteilt: Leasing, Kapitalmärkte und Hotels, Immobilien- und Facility-Management, Projekt- und Entwicklungsdienstleistungen sowie Beratungs- und sonstige Dienstleistungen. LaSalle bietet seinen Kunden Immobilienanlageprodukte und -dienstleistungen an, wie z.B. private Investitionen in verschiedene Immobilienarten, darunter Büro-, Industrie-, Gesundheits- und Mehrfamilienhäuser. LaSalle ermöglicht es Kunden, in getrennte Konten zu investieren, die sich auf öffentliche Immobilienaktien konzentrieren.

Modern Living Investment Holdings ist ein Anbieter von Immobilienverwaltungsdienstleistungen in Hongkong etabliert, wobei der Schwerpunkt auf dem öffentlichen Wohnungsbau liegt. Die Immobilienverwaltung umfasst die Verwaltung von Immobilien (allgemeine Verwaltung, Mietverwaltung, Finanzverwaltung, Reparatur und Wartung), Sicherheitsdienste und Reinigungsdienste.

Zu den Kernmitgliedern des Managementteams zählen Fachleute von Hausverwaltern, Wirtschaftsprüfern, Vermessungsingenieuren und Ingenieuren sowie für Bauarbeiten, Gebäudetechnik sowie Sicherheit und Reinigung zuständige Aufsichtsbehörden. Modern Living Investment Holdings ist ein eingetragenes Unternehmen unter der Liste der Property Services Agents der Hong Kong Housing Authority.

Großbritannien

Savills plc ist ein britischer Immobiliendienstleister, der spezialisierte Beratungs-, Management- und Transaktionsdienstleistungen anbietet. Zu den Segmenten des Unternehmens gehören Transaktionsberatung, Beratung, Property and Facilities Management und Investment Management. Das Segment Transaction Advisory besteht aus gewerblichem, wohnwirtschaftlichem, Freizeit- und Agrarleasing, Mietervertretung und Anlageberatung beim Kauf und Verkauf. Das Segment Beratung bietet eine Reihe von Immobiliendienstleistungen an, darunter Bewertungs-, Gebäude- und Wohnberatung, Umweltberatung, Vermieter und Mieter, Rating, Entwicklung, Planung, strategische Projekte, Unternehmensdienstleistungen und Forschung. Das Segment Property and Facilities Management umfasst die Verwaltung von Gewerbe-, Wohn-, Freizeit- und Agrarimmobilien. Das Segment Investment Management besteht aus Gewerbe- und Wohnimmobilienportfolios für institutionelle, unternehmerische oder private Investoren.

Quelle: S&P Capital IQ, www.makelsscreeber.com, Unternehmens-Homepage

8 Anhang Anhang G: Wesentliche Unterlagen

Für die Durchführung unseres Auftrags standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:

- ▶ Planungsrechnungen der IC AG Gruppe für die Geschäftsjahre 2019 bis 2022 bestehend aus der Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen;
- ▶ Budgetpräsentation der IC AG Gruppe mit Datum vom: 21.11.2018 sowie Anleitung der Budgetplanung vom 27.09.2019;
- ▶ Plan-Ist Gegenüberstellungen für die Geschäftsjahre 2017 bis 2018 sowie Juni 2019, August 2019 und September 2019;
- ▶ Jeweils mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehene Prüfungsberichte der Dr. Kleeberg & Partner GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, München über die Prüfung der Jahresabschlüsse und der Konzernabschlüsse der IC AG der Geschäftsjahre 2006 bis 2018;
- ▶ Veröffentlichte Jahresabschlüsse der IC Treveria Property Management GmbH, München; der IC Property Management GmbH, München; der IC Asset Management GmbH, München; der IC Immobilien Service GmbH, München; der IC Beteiligungs-Treuhand GmbH, München; der IPH Centermanagement GmbH, München der Geschäftsjahre 2016 bis 2017 (Quelle: www.bundesanzeiger.de);
- ▶ Handelsregisterauszug der IC AG mit der Nummer HRB 107030 des Amtsgerichts Frankfurt am Main, mit Datum vom 7. August 2019;
- ▶ Satzung der IC AG in der Fassung vom 6. November 2017;
- ▶ Organigramm der IC AG Gruppe mit Datum vom 22. Oktober 2019;
- ▶ Bescheide über die gesonderte Feststellung des verbleibenden Verlustvortrags zur Körperschaftssteuer per 31. Dezember 2016 für die IC Immobilien Service GmbH;
- ▶ Bescheide über die gesonderte Feststellung des verbleibenden Verlustvortrags zur Körperschaftssteuer per 31. Dezember 2017 für die IC Immobilien Holding AG, IC Asset Management GmbH, IC Property Management GmbH;
- ▶ Bescheide über die gesonderte Feststellung des vortragsfähigen Gewerbeerlustes per 31. Dezember 2016 für die IC Immobilien Service GmbH;
- ▶ Bescheide über die gesonderte Feststellung des vortragsfähigen Gewerbeerlustes per 31. Dezember 2017 für die IC Immobilien Holding AG, IC Asset Management GmbH, IC Property Management GmbH;
- ▶ Bescheid über die gesonderte Feststellung des steuerlichen Einlagekontos per 31. Dezember 2017 für die IC Immobilien Holding AG;
- ▶ Unterschriebene Steuererklärung per 31. Dezember 2017 für die IC Immobilien Holding AG, IC Immobilien Service GmbH, IC Asset Management GmbH, IC Property Management GmbH;
- ▶ Ermittlung der fortgeführten gewerbe- und körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge auf den 31. Dezember 2017, ermittelt von der Feuerer & Partner - Steuerberater Rechtsanwaltskanzlei;
- ▶ Entwurf des Übertragungsberichts der E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH mit Stand vom 26. September 2019 und vorhergehende Entwürfe.

8 Anhang**Anhang H: Abkürzungsverzeichnis**

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert ...
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Börsenkurs und ...

- 7 Zusammenfassung der ...
- 8 Anhang**

A	actuals (Ist-Zahlen)	EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortisation (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
Abs.	Absatz	EBT	Earnings before Taxes (Ergebnis vor Steuern)
AG	Aktiengesellschaft	E.L.A. GmbH	E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH, Frankfurt am Main
AktG	Aktiengesetz	ER	ewige Rente
AngVO	Angebotsverordnung	et alii	et alii
BGH	Bundesgerichtshof	etc.	et cetera
BIP	Bruttoinlandsprodukt	EU	Europäische Union
bspw.	Beispielsweise	EUR	Euro (Währung)
BVerfG	Bundesverfassungsgericht	e.v.	eingetragener Verein
bzw.	beziehungsweise	EY	Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
CAGR	Compound Average Growth Rate (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)	F	forecast
CDAX	Composite DAX	FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
DAX	Deutscher Aktienindex	f.	folgend
DB	Der Betrieb	ff.	fortfolgend
DCF	Discounted Cash Flow	FB	Der Finanz-Betrieb
d.h.	das heißt		
EAT	Earnings after Taxes (Jahresüberschuss)		
EBIT	Earnings before Interest and Taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)		

8 Anhang

Anhang H: Abkürzungsverzeichnis

1. Auftrag und ...
 2. Beschreibung des ...
 3. Ermittlung des ...
 4. Liquidationswert
 5. Plausibilisierung anhand v. ...
 6. Börsenkurs und ...
 7. Zusammenfassung der ...
8. Anhang

FTS	Financial Times Stock Exchange	IT	Informationstechnologie
GJ	Geschäftsjahr	i.V.m.	in Verbindung mit
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung	i.W.	im Wesentlichen
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung	KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
HGB	Handelsgesetzbuch	KG	Kommanditgesellschaft
HRB	Handelsregisterblatt	KPI	Key Performance Indicator
IC AG	IC Immobilien Holding AG, Frankfurt am Main	Mio.	Millionen
IC AG Gruppe	IC Immobilien Holding AG einschließlich Tochtergesellschaften	Mrd.	Milliarden
i.d.F.	in der Fassung	MRP	Marktrisikoprämie
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V., Düsseldorf	m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1)	n/a	not applicable
i.H.v.	in Höhe von	Nr.	Nummer
IMF	International Monetary Fund (Internationaler Währungsfonds)	OLG	Oberlandesgericht
Inc.	Incorporated	P	Soll-Zahlen („Plan“)
inkl.	inklusive	p.a.	per annum (jährlich)
insb.	insbesondere	Plc	Public Limited Company
ISIN	International Securities Identification Number	rd.	rund
		r_E	Eigenkapitalkosten
		r_{RF}	Basiszinssatz / risikofreier Zinssatz

8 Anhang

Anhang H: Abkürzungsverzeichnis

1. Auftrag und ...
2. Beschreibung des ...
3. Ermittlung des ...
4. Liquidationswert
5. Plausibilisierung anhand v ...
6. Börsenkurs und ...

R_F	Basiszinssatz
R_M	Marktrendite
Rn.	Randnummer
S.	Seite
S.A.	Société Anonyme (Aktiengesellschaft)
TEUR	tausend Euro
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
u.ä.	und ähnlichem
v.	vom
vgl.	vergleiche
vs.	versus
WP	Wirtschaftsprüfer
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Fachzeitschrift)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z.B.	zum Beispiel
β	Betafaktor

8 Anhang

Anhang I: Allgemeine Auftragsbedingungen

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Seite 3 von 5

stauende Angaben zu diesen Beschäftigungen erforderlich machen. Demzufolge stimmen Sie zu, dass Ihre Mitarbeiter bei den Vorbereitungen aktiv in Ihrer Verantwortung liegen.

Datenschutz

29. Für die unter Ziff. 27 genannten Verarbeitungszwecke sind Dienstleister dazu berechtigt, Mandanteninformationen, die bestimmten Personen zugewiesen werden können, zu erheben, zu verarbeiten und weiterzugeben. Diese Informationen, in denen diese tätig sind, zu verarbeiten. Die Übermittlung personenbezogener Daten innerhalb des weltweiten Verbunds von Ernst & Young-Gesellschaften unterliegt dem EY Binding Corporate Rules (darüber unter www.ey.com/privacy). Wir verarbeiten Personenzugehörige Daten im Hinblick auf den geschäftlichen Kontakt und die Beachtung der nationalen (BDSG) und sonstigen gesetzlichen Bestimmungen zum Datenschutz. Wir verpflichten sämtliche Dienstleister, die in unserem Auftrag Personenzugehörige Daten verarbeiten, sich ebenfalls an diese Bestimmungen zu halten.

30. Sie garantieren uns, dass Sie befragt sind, eine Personenzugehörige Daten in Zusammenhang mit der Erbringung unserer Leistungen zur Verfügung zu stellen und dass die Übermittlung der Daten in den Personenzugehörigen Daten in Übereinstimmung mit geltendem Recht erfolgt.

Verpflichtung

31. Ihre Verpflichtung umfasst die Zahlung unserer Vergütung und bestimmter Ausgaben für unsere Leistungen in Verbindung mit der entsprechenden Ausführung der Leistungen. Sie sind zudem verpflichtet, uns weitere angemessene Ausgaben zu erstatten, die uns im Rahmen der Erfüllung unserer Pflichten entstehen. Dies umfasst auch Aufwendungen oder Zinsen, Gebühren oder Abgaben, die im Zusammenhang mit den Leistungen anfallen; diese sind von Ihnen zu tragen (mit Ausnahme der allgemeinen Besteuerung des Einkommens). Wir können angemessene Vorschüsse auf unsere Vergütung und Ausgabenerstattung erheben. Die Abrechnung unserer Leistungen erfolgt von uns. Soweit in der Leistungsbeschreibung oder Vergütungsverbarung nicht anderweitig geregelt, ist die Vergütung sofort nach Zugang unserer Rechnung fällig.

32. Wir haben Anspruch auf eine zusätzliche Vergütung, soweit Ergebnisse außerhalb unseres Erwartungsspektrums (einschließlich Ihrer Handlungen oder Unterlassungen) aus dem henden, die Leistungen wie ursprünglich geplant zu erbringen oder wenn Sie uns mit der Wahrnehmung zusätzlicher Aufgaben betrauen.

33. Soweit wir von Gesetzes wegen oder aufgrund richtiger Information der beherrschenden Vergütung verpflichtet sind, Informationen über die Bezahlung und Personals zu den Leistungen zu übermitteln, sind Sie verpflichtet, diese zu liefern. Sie sind zudem verpflichtet, uns den dafür entstehenden Kosten und Aufwand (inklusive externer Fachberatungsleistungen) zu erstatten, sofern wir nicht selbst Partei des Verfahrens bzw. Subjekt der Ermittlungen sind oder soweit wir nicht durch staatliche Stellen entschuldigt werden.

- Vorabgehandelt nicht besetzt -

34.

(a) ohne Vorzug gegen die Mandantenverbarung offenbart werden,
(b) der Empfänger nach Abschluss der Mandantenverbarung von einem Dritten erhalten hat, der nach Kenntnis der Inhalte gegenüber der Offenkundigen Partei der Mandantenverbarung nicht zur Verantwortlichkeit verpflichtet ist,
(c) dem Empfänger bereits zum Zeitpunkt der Offenbarung mitgeteilt wurden oder danach unabhängig ermittelt werden,
(d) offengelegt werden, soweit dies erforderlich ist, um die Rechte des Empfängers aus der Mandantenverbarung durchzusetzen.

(e) aufgrund gesetzlicher Vorschriften oder beruflicher Vorgaben offengelegt werden müssen.
Den Vertragspartei ist die Verwendung elektronischer Medien zum Austausch und zur Übermittlung von Informationen gestattet. Eine solche Verwendung soll per se keinen Vorzug gegen die Mandantenverbarung darstellen. Die Mandantenverbarung ist jedoch für die Übermittlung von Informationen (insbesondere per E-Mail) bindend.

27. In Einklang mit geltendem Recht sind wir berechtigt, zum Zweck

(a) der Erbringung unserer Leistungen,
(b) der Einhaltung berufsethischer sowie regulatorischer Vorschriften,
(c) der Prüfung von Interessenskonflikten,
(d) des Risikomanagements sowie der Qualitätssprünge,
(e) der internen Rechnungslegung sowie der Einhaltung anderer administrativer und IT-Unterstützungsleistungen.

(U), (D), (E) zusammen „Vertragszweck“) Mandanteninformationen an andere EY-Mitglieder, EY-Personen und unsere oder deren externe Dienstleister („Dienstleister“), weiterzugeben, die solche Daten in den Zusammenhang mit der Erbringung unserer Leistungen, die Ausübung der Standorte der EY-Mitglieder, die Mandantenverbarung (abwärts), erhalten, verwenden, übertragen, speichern oder anderweitig verarbeiten können (zusammen „verarbeitung“).
Wir sind Ihnen gegenüber für die Speicherung der Mandanteninformationen in der Mandantenverbarung verantwortlich, unabhängig davon, von wem diese Mandanteninformationen in unserem Auftrag verarbeitet werden.

29. Die Unabhängigkeitsoverschriften der U.S. Security and Exchange Commission für die Mandantenbeziehung zwischen einem Mandanten und einem EY-Mitglied gelten und einen EY-Mitglied gelten, bestätigen Sie nach bestem Wissen und Glauben in Bezug auf sämtliche Leistungen, die Sie in Zusammenhang mit der Mandantenverbarung noch eines Ihrer verbundenen Unternehmen mit einem anderen Berater schriftlich oder mündlich beschließen. Die Offenlegung der steuerlichen Behandlung oder der steuerlichen Gestaltung einer Transaktion, die Gegenstand der Leistungen ist, verpflichtet haben. Eine öffentliche Veröffentlichung von Informationen über die Mandantenbeziehung ist nicht zulässig, es sei denn, Sie sind zuvor schriftlich von uns in Kenntnis gesetzt worden. Die Offenlegung von Informationen über die Mandantenbeziehung ist nicht zulässig, es sei denn, Sie sind zuvor schriftlich von uns in Kenntnis gesetzt worden.

8 Anhang

1 Auftrag und Beschreibung des Auftrags 2 Ermittlung des Auftragsumfangs 3 Ermittlung des Auftragsumfangs 4 Liquidationswert 5 Plausibilisierung anhand von Marktinformationen 6 Börsenkurs und

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Seite 4 von 5

44. Bei etwaigen Mängeln haben Sie Anspruch auf Nachbesserung durch uns. Nur bei Fehlbefunden, Unklarheiten bzw. Unvollständigkeit der Unterlagen können wir die Mandantenverbarung hinsichtlich der Nachbesserung ablehnen. Sie haben die Möglichkeit, die Mandantenverbarung zu beenden, wenn Sie die Mandantenverbarung vor dem Abschluss der Mandantenverbarung beenden; wenn der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden ist, so können Sie wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die Mandantenverbarung wegen eines Mangels, der die Mandantenverbarung betrifft, nicht erfüllt ist. Nachbesserung für Sie ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gelten Ziff. 15 bis 21.

Der Anspruch auf Beilegung von Meinungsverschiedenheiten unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Ansprüche nach dem vorstehenden Absatz, die nicht auf einer vorläufigen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

Offensichtliche Unrichtigkeiten, wie z. B. Schreibfehler, Rechenfehler und formale Mängel, die in einem Arbeitsprotokoll enthalten sind, können jederzeit von uns, auch Dritten gegenüber, berichtigt werden. Arbeitsprotokolle enthalten keine verbindlichen Aussagen. Arbeitsprotokolle können jederzeit Gegenstand von Streitigkeiten sein. Die Mandantenverbarung ist nicht bindend, wenn Sie sich nicht auf die Mandantenverbarung beziehen. Die Mandantenverbarung ist nicht bindend, wenn Sie sich nicht auf die Mandantenverbarung beziehen. Die Mandantenverbarung ist nicht bindend, wenn Sie sich nicht auf die Mandantenverbarung beziehen.

45. Sofern Sie kein Verbraucher i.S.d. § 13 BGB sind, ist eine Aufrechnung gegen unsere Forderungen auf Vergütung und Ausgabenerstattung nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

46. Die Mandantenverbarung stellt die gesamte Mandantenverbarung im Hinblick auf die Leistungen und die sonstigen in der Mandantenverbarung genannten Angelegenheiten zwischen den Vertragspartei dar und ersetzt alle vorangegangenen überbezogenen Vereinbarungen, Übereinstimmungen und Absprachen einschließlich früher geschlossener Vorvertragvereinbarungen.

47. Die Mandantenverbarung und/oder die Leistungsbeschreibung (bzw. Abkürzungen derselben) bedürfen der Textform. Jede Partei scheidet der anderen zu, dass die Personen, die die Mandantenverbarung und/oder die Leistungsbeschreibung unterschreiben, die Mandantenverbarung in Ihrem Namen unterschreiben, berechtigt sind, die jeweils Partei vertraglich zu binden.

48. Sie stimmen hiermit zu, dass wir und die anderen EY-Mitglieder unter Einhaltung der beruflichen Verschwiegenheit für andere Mandanten - einschließlich Ihrer Verbotsverweigerung - tätig werden dürfen.

49. Eine Abtretung der Rechte, Pflichten oder Ansprüche aus der Mandantenverbarung ist nicht zulässig.

50. Sollten eine oder mehrere Bestimmungen der Mandantenverbarung teilweise oder vollständig unwirksam, nichtig oder in sonstiger Weise undurchführbar sein, so berührt dies nicht die Wirksamkeit der übrigen Bestimmungen.

51. Bei Widersprüchen oder Unklarheiten zwischen den Bestimmungen der Mandantenverbarung gilt folgende Rangfolge (sofern nicht ausdrücklich etwas anderes vereinbart ist): (a) die Ansohoben, (b) die entsprechende

8 Anhang

Anhang I: Allgemeine Auftragsbedingungen

- 1 Auftrag und ...
- 2 Beschreibung des ...
- 3 Ermittlung des ...
- 4 Liquidationswert ...
- 5 Plausibilisierung anhand v ...
- 6 Barsenkurs und ...

Ernst & Young GmbH
 Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
 Seite 8 von 9

Leistungsbeschreibung (vgl. inkl. Vergütungsbeschreibung),
 (c) diese Allgemeinen Auftragsbedingungen und (d) die
 übrigen Anlagen zur Mandatsvereinbarung.

53. Keine Partei ist berechtigt, den Namen, das Logo oder die
 Marke der jeweils anderen Partei ohne deren vorherige
 Zustimmung zu verwenden oder darauf Bezug zu nehmen.
 Wir dürfen Ihre Firmierung öffentlich in Zusammenhang mit
 den erbrachten Leistungen oder auf andere Art 53a als
 unseren Mandanten nennen.

54. EY-Mitglieder und EY-Personen sind berechtigt, sich auf die
 Beschränkungen aus Ziff. 16 bis 21 und die Bestimmungen
 der Ziff. 22, 27, 28 und 49 zu berufen.

EY | Assurance | Tax | Transactions | Advisory

Die globale EY-Organisation im Überblick

Die globale EY-Organisation ist einer der Marktführer in der Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Transaktionsberatung und Managementberatung. Mit unserer Erfahrung, unserem Wissen und unseren Leistungen stärken wir weltweit das Vertrauen in die Wirtschaft und die Finanzmärkte. Dafür sind wir bestens gerüstet: mit hervorragend ausgebildeten Mitarbeitern, starken Teams, exzellenten Leistungen und einem sprichwörtlichen Kundenservice. Unser Ziel ist es, Dinge voranzubringen und entscheidend besser zu machen ... für unsere Mitarbeiter, unsere Mandanten und die Gesellschaft, in der wir leben. Dafür steht unser weltweiter Anspruch „Building a better working world“.

Die globale EY-Organisation besteht aus den Mitgliedsunternehmen von Ernst & Young Global Limited (EYG). Jedes EYG-Mitgliedsunternehmen ist rechtlich selbstständig und unabhängig und haftet nicht für das Handeln und Unterlassen der jeweils anderen Mitgliedsunternehmen. Ernst & Young Global Limited ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach englischem Recht und erbringt keine Leistungen für Mandanten. Weitere Informationen finden Sie unter ey.com.

In Deutschland ist EY an 20 Standorten präsent. „EY“ und „wir“ beziehen sich in dieser Präsentation auf alle deutschen Mitgliedsunternehmen von Ernst & Young Global Limited.

© 2019 Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
All Rights Reserved.

ey.com/de

**ANLAGE 4
ZUM ÜBERTRAGUNGSBERICHT**

**Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 10. Juli 2019 mit der Bestellung der
Warth & Klein Grant Thornton AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft zum sachverständigen Prüfer**

3-05 O 56/19

LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN BESCHLUSS

In dem Verfahren

auf Bestellung eines sachverständigen Prüfers nach §§ 327c Abs. 2, 293c Abs. 1 AktG

der

E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH, vertr. d. d. Geschäftsführer Wolfgang Sauerborn, Otto-
Nagler-Straße 1, 97074 Würzburg

Antragstellerin

betreffend der Abfindung für den vorgesehenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre der
IC Immobilien Holding AG mit Sitz in Frankfurt am Main (HRB 107030 Amtsgericht
Frankfurt am Main)

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Dr. M. Müller am 10.7.2019 beschlossen:

Für das geplante Verfahren auf Übertragung von Aktien gegen Barabfindung (§§ 327a ff
AktG) wird die

Warth & Klein Grant Thornton AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Johannstr. 39
40476 Düsseldorf

zum sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung bestellt

Die Kosten dieses Verfahrens hat die Antragstellerin zu tragen.

Der Geschäftswert wird auf EUR 60.000,-- festgesetzt.

Gründe:

Das Gericht hält die bestellte Prüferin für geeignet, die Prüfung durchzuführen. Hinderungsgründe bestehen nach der vorgelegten Auskunft bei der bestellten Prüferin vom 4.7.2019 nicht.

Im Interesse der Steigerung der Transparenz und Akzeptanz der Prüfung und insbesondere zur Vermeidung einer neuen Begutachtung in einem möglichen Spruchverfahren soll die sachverständige Prüferin im Prüfungsbericht zu folgenden Punkten Stellung zu nehmen und Ausführungen zu machen:

1.

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

2.

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

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

3.

Aufzuführen ist, aus welchen Quellen der Prüfer die für die Bemessung des (Ertrags)wertes benutzten Parameter (Basiszins, Wachstumsabschlag, Überrenditen, Risikozuschlag (bei

Anwendung der CAPM oder TAX-CAPM: BETA-Faktor, u. U. Zusammensetzung einer "peer-group") abgeleitet hat und warum gerade diese Indizes und/oder gegriffenen Zeitspannen anderen, ebenfalls in Betracht kommenden gegenüber vorzugswürdig sind.

4.

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

5.

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

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

7.

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

8.

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

Die Kostenentscheidung ergibt sich aus § 22 GNotKG.

Der Geschäftswert bestimmt sich nach § 67 Abs. 1 GNotKG.

Rechtsmittelbelehrung:

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

Dr. M. Müller

Beglaubigt
Frankfurt am Main, 11. Juli 2019



**ANLAGE 5
ZUM ÜBERTRAGUNGSBERICHT**

Gewährleistungserklärung der Quirin Privatbank AG vom 1. November 2019



Quirin Privatbank AG | Bürgermeister-Smidt-Str. 76 |
28195 Bremen

E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH
Bruchstraße 5
60594 Frankfurt am Main

Zur Übermittlung an den Vorstand der

IC Immobilien Holding AG
Vorstand
Hanauer Landstraße 293
60314 Frankfurt am Main

Datum
01. November 2019

Betreff
Gewährleistungserklärung
für die Erfüllung der
Verpflichtung der
Hauptaktionärin
E.L.A. Vermögensverwaltung
GmbH gemäß
§ 327 b Abs. 3 AktG

Die E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH mit Sitz in Frankfurt am Main, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HR-Nr. HRB 116692 („die Hauptaktionärin“) hat uns, der Quirin Privatbank AG, Kurfürstendamm 119, 10711 Berlin, Deutschland, mitgeteilt, dass sie per 01.11.2019 unmittelbar insgesamt 2.925.369 auf den Inhaber lautende Stückaktien (entspricht 97,13 % des Grundkapitals) der IC Immobilien Holding AG, Hanauer Landstraße 293, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HR-Nr. HRB 107030 („Gesellschaft“) hält und sie damit den in § 327a AktG genannten Schwellenwert überschreitet.

Wir wurden weiterhin davon unterrichtet, dass die Hauptversammlung der Gesellschaft am 17.12.2019 auf Verlangen der Hauptaktionärin, gemäß § 327a AktG die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre („die Minderheitsaktionäre“) auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen soll. Die Minderheitsaktionäre halten insgesamt 86.295 auf den Inhaber lautende Stückaktien. Als Barabfindung hat die Hauptaktionärin einen Betrag von EUR 7,19 je übergegangene Aktie der Gesellschaft festgelegt.

Gemäß § 327b Abs. 3 AktG hat die Hauptaktionärin dem Vorstand der Gesellschaft vor Einberufung der Hauptversammlung die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen Stückaktien zu zahlen.

Dies vorausgeschickt übernimmt die Quirin Privatbank AG, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Berlin Charlottenburg unter der HR-Nr. HRB 87859, als im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut hiermit nach § 327b Abs. 3 AktG in Form einer Bankgarantie unbedingt und unwiderruflich die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin gegenüber den Minderheitsaktionären, nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 7,19 je übergegangene Stückaktie der Gesellschaft zu zahlen. Diese Bankgarantie umfasst auch die Verpflichtung der E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH zur Zahlung von Zinsen auf die Barabfindung gemäß § 327b Abs. 2 AktG.



Aus dieser Garantie erwirbt jeder Minderheitsaktionär im Wege eines echten Vertrages zugunsten Dritter (§ 328 BGB) einen unmittelbaren Zahlungsanspruch gegen uns. § 334 BGB findet insoweit keine Anwendung.

Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär sind Einwendungen und Einreden aus unserem Verhältnis zur Hauptaktionärin ausgeschlossen.

Diese Gewährleistungserklärung im Sinne von § 327b Abs. 3 AktG unterliegt ausschließlich dem Recht der Bundesrepublik Deutschland.

Quirin Privatbank AG


Thomas Kaufmann


Andreas Donner