
Bericht

**über die Prüfung der Angemessenheit der
Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2
AktG für die beabsichtigte Übertragung der
Aktien der Minderheitsaktionäre der**

**alstria Office REIT-AG,
Hamburg,**

auf die

**BPG Holdings Bermuda Limited,
Hamilton/Bermuda**

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
INHALTSVERZEICHNIS	I
ANLAGEN	IV
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	V
TABELLENVERZEICHNIS	VII
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	IX
A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG	1
I. Auftrag	1
II. Auftragsdurchführung	3
B. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG	12
C. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG	15
I. Methode zur Ermittlung der Barabfindung	15
II. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung	17
1. Vorbemerkung	17
2. Ertragswert und Discounted Cash Flow	18
3. Börsenkurs	21
4. Net Asset Value (NAV)	23
5. Liquidationswert	26
6. Substanzwert	27
7. Vergleichende Marktbewertung	27
8. Vorerwerbe	28
9. Meistbegünstigung und die Rechtsfrage nach der Bewertungsmethode	29
10. Ergebnis	30

III.	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	32
D.	PRÜFUNGSFESTSTELLUNGEN IM EINZELNEN	33
I.	Bewertungsobjekt	33
1.	Rechtliche Grundlagen	33
2.	Wirtschaftliche Grundlagen	38
3.	ESG-Rahmenbedingungen sowie wesentliche Nachhaltigkeitsthemen für die alstria	48
4.	Markt und Wettbewerbssituation	64
a)	Marktumfeld	64
b)	Wettbewerbsumfeld	81
II.	Bewertungsstichtag	90
III.	Analyse des Börsenkurses	91
1.	Vorbemerkung	91
2.	Marktenge und Markttiefe	93
3.	Weitere Liquiditätskennzahlen	95
4.	Kursausschläge oder Kursmanipulationen	99
5.	Kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten	100
6.	Zusammenfassendes Ergebnis	101
IV.	Ermittlung des Unternehmenswertes	103
1.	Vergangenheitsanalyse	103
a)	Vorbemerkung	103
b)	Ertragslage	104
c)	Vermögens- und Finanzlage	110
2.	Planungsprozess	113
3.	Planungstreue	115
4.	Analyse der Detailplanung, Konvergenzphase und der ewigen Rente	118
a)	Vorbemerkung	118
b)	Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) im Detailplanungszeitraum	119
c)	Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) in der Konvergenzphase und in der ewigen Rente	125
d)	Finanzergebnis	129
e)	Ertragsteuern des Unternehmens	130
f)	Zusammenfassendes Urteil zur Plausibilität der Planungsrechnung	132
5.	Ableitung der Nettoausschüttungen	134
a)	Ausschüttungsverhalten	134
b)	Ertragsteuern der Anteilseigner	136
c)	Darstellung der Nettoausschüttungen	137
6.	Kapitalisierungszinssatz	138
a)	Vorbemerkung	138
b)	Basiszinssatz	138
c)	Risikozuschlag	139
d)	Wachstumsabschlag	151
e)	Darstellung der Kapitalisierungszinssätze	153

7.	Ertragswert des operativen Geschäfts	154
8.	Wert der gesondert bewerteten Vermögenswerte	155
9.	Unternehmenswert und Wert je Aktie	157
V.	Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem NAV	158
1.	Vorbemerkung	158
2.	Vorgehensweise und Bewertungsgrundlagen	158
3.	Ermittlung des NAV	160
a)	Bewertung der Vermögensgegenstände und Schulden	160
b)	Barwert der Verwaltungskosten	169
c)	Entschädigung an die Minderheitsaktionäre aufgrund REIT-Status-Verlust	170
d)	Abgrenzung des Ergebnisses zum Bewertungsstichtag	171
e)	NAV zum 11. Februar 2025	172
4.	Exkurs: Berücksichtigung der Verschuldung bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten	173
5.	Wertrelevante Unterschiede des NAV-Ansatzes zum Ertragswertverfahren im vorliegenden Fall	174
6.	Der NAV-Ansatz im Kontext der KPMG-Bewertung zur Ermittlung der Entschädigung an die Minderheitsaktionäre aufgrund REIT-Status-Verlusts	176
7.	Der NAV-Ansatz der Bewertungsgutachterin	178
8.	Gesamtfazit zum NAV-Ansatz	179
VI.	Vergleichende Marktbewertung	181
E.	ABLEITUNG DER BARABFINDUNG	186
F.	ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER FESTGELEGTEN BARABFINDUNG	187

ANLAGEN

- 1 Beschluss des Landgerichts Hamburg – Kammer 12 für Handelssachen, vom 8. Oktober 2024 über die Bestellung der IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, zur sachverständigen Prüferin für die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung (Angemessenheitsprüferin)
- 2 Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2024

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1:	Beurteilungsmaßstab für die Plausibilität einer Annahme	9
Abbildung 2:	Aktuelle gesellschaftsrechtliche Struktur der alstria (1)	36
Abbildung 3:	Aktuelle gesellschaftsrechtliche Struktur der alstria (2)	37
Abbildung 4:	Grundzüge des Geschäftsmodells der alstria	38
Abbildung 5:	Entwicklung des Immobilienportfolios der alstria nach Stadtregionen	42
Abbildung 6:	Durchschnittliches Mietniveau der Immobilien der alstria und Leerstandsquote zwischen 2018 bis Q3 2024	45
Abbildung 7:	Entwicklung des Nettoverschuldungsgrads der alstria von 2018 bis Q3 2024	46
Abbildung 8:	Wesentlichkeitsmatrix der alstria	49
Abbildung 9:	Relation von Energie- und Emissionsintensität für das Portfolio der alstria im Zeitablauf	50
Abbildung 10:	Detaillierter Energiemix des Portfolios der alstria im Jahr 2023	52
Abbildung 11:	Entwicklung des Energiebedarfs des Portfolios der alstria in den Jahren 2018 bis 2023	53
Abbildung 12:	Entwicklung der Energieintensität des Portfolios der alstria in den Jahren 2018 bis 2023	54
Abbildung 13:	Detaillierter Mix der Emissionen des Portfolios der alstria im Jahr 2023	55
Abbildung 14:	Entwicklung der Emissionen des Portfolios der alstria in den Jahren 2019 bis 2023	56
Abbildung 15:	Entwicklung der Emissionen des Portfolios der alstria in den Jahren 2019 bis 2023	57
Abbildung 16:	Übersicht der ESG-Ratings von alstria im Nachhaltigkeitsbericht 2022/2023	60
Abbildung 17:	Ratingmatrix der alstria Peer Group	62
Abbildung 18:	Immobilienklima nach Marktsegmenten	70
Abbildung 19:	Entwicklung des Büroflächenumsatz in den deutschen Top-7 Städten von 2014 bis 2024	72
Abbildung 20:	Vergleich der Leerstandsquoten in fünf deutschen Bürostädten von Q4 2019 bis Q3 2024	73
Abbildung 21:	Vergleich der Durchschnittsmieten in fünf deutschen Bürostädten von 2015 bis Q3 2024	75
Abbildung 22:	Vergleich der Spitzenmieten in fünf deutschen Bürostädten von 2015 bis Q3 2024	76

Abbildung 23:	Differenz zwischen Spitzen- und Durchschnittsmieten in fünf deutschen Bürostädten	77
Abbildung 24:	Entwicklung des Büroinvestmentvolumens in Deutschland von 2015 bis Q3 2024	78
Abbildung 25:	Entwicklung der Spitzenrendite und des Liegenschaftszinssatzes für Büroimmobilien von 2015 bis Q3 2024	79
Abbildung 26:	Renditevergleich zwischen Büroimmobilien und zehnjährigen Staatsanleihen von 2015 bis Q3 2024	80
Abbildung 27:	Wesentliche Kennzahlen der Peer Group-Unternehmen	86
Abbildung 28:	Entwicklung des Umsatzwachstums der alstria und der Bandbreite des Umsatzwachstums der Peer Group für die Jahre 2021 bis 2027	87
Abbildung 29:	Entwicklung der EBIT-Marge der alstria und der Bandbreite der EBIT-Marge der Peer Group für die Jahre 2021 bis 2027	88
Abbildung 30:	Relativer BAS der alstria-Aktie vom 18. Juni 2024 bis zum 17. September 2024	97
Abbildung 31:	Aktienkurs und Handelsvolumina der Aktie der alstria vom 17. September 2021 bis zum 17. September 2024	99
Abbildung 32:	Mieterlöse im Detailplanungszeitraum	120
Abbildung 33:	Investitionen im Detailplanungszeitraum	124

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1:	Maßnahmen der materiellen Planungsplausibilisierung gemäß IDW-Praxishinweis 2/2017	10
Tabelle 2:	Übersicht über die im Prüfungsbericht ergänzend darzustellenden Punkte gemäß Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 8. Oktober 2024	14
Tabelle 3:	Rechtliche Verhältnisse der alstria	34
Tabelle 4:	Wesentliche Kennzahlen zum Immobilienportfolio	39
Tabelle 5:	Untergliederung des Portfolios auf die wesentlichen Standorte zum 31. Dezember 2023	40
Tabelle 6:	Untergliederung des Portfolios auf die wesentlichen Standorte	41
Tabelle 7:	Übersicht der im Entwicklungsportfolio enthaltenen Objekte zum 30. September 2024	44
Tabelle 8:	Kennzahlen zum Embodied Carbon für ausgewählte Projektentwicklungen der alstria	58
Tabelle 9:	Kennzahlen zum deutschen Büovermietungsmarkt in ausgewählten Städten	72
Tabelle 10:	Übersicht zu Handelsvolumina und Aktienkursen der alstria-Aktie vom 18. Juni 2024 bis zum 17. September 2024	95
Tabelle 11:	Übersicht zu Handelsumsatz, Handelsquote und Streubesitzanteil der alstria-Aktie für zwei, drei und fünf Jahre bis zum 17. September 2024	98
Tabelle 12:	Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung der alstria der Geschäftsjahre 2022 bis 2023 und FC 2024 nach IFRS	104
Tabelle 13:	Zusammensetzung der Bereinigungen von 2022 bis 2023 und FC 2024	108
Tabelle 14:	Bilanz der alstria zum 31. Dezember 2022, 2023 und 2024 (FC)	110
Tabelle 15:	Abweichungsanalyse für die Jahre 2022 bis 2024	115
Tabelle 16:	Bewertungsrelevante Planungsrechnung der alstria-Gruppe im Zeitraum von 2024 bis 2029	119
Tabelle 17:	Geplante Verkaufserlöse der alstria im Detailplanungszeitraum	121
Tabelle 18:	Konvergenzphase der alstria-Gruppe im Zeitraum von 2030 bis 2033 und ewige Rente ab 2034 ff.	126
Tabelle 19:	Planungsrechnung des alstria Office REIT-Konzerns – Ableitung Finanzergebnis, Neutrales Ergebnis und EBT	129
Tabelle 20:	Planungsrechnung des alstria Office REIT-Konzerns – Ableitung der Ertragsteuern des Unternehmens und Jahresergebnis	131

Tabelle 21:	Ableitung der Nettoausschüttungen des alstria Office REIT-Konzerns	137
Tabelle 21:	Ergebnisse der Analyse zur Liquidität der Aktien der alstria	143
Tabelle 23:	Ergebnisse der Analyse zum unternehmenseigenen Betafaktor der alstria	144
Tabelle 24:	Kriterien zur Peer Group-Auswahl der alstria	146
Tabelle 25:	Vergleich der Peer Group-Unternehmen	147
Tabelle 26:	Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Zweijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall	148
Tabelle 27:	Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Dreijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall	149
Tabelle 28:	Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Fünfjahres-Zeitraum bei monatlichem Renditeintervall	150
Tabelle 29:	Ermittlung der Eigenkapitalkosten für die alstria im Detailplanungszeitraum, der Konvergenzphase und der ewigen Rente	153
Tabelle 30:	Ableitung des Ertragswerts des alstria Office REIT-Konzerns	154
Tabelle 31:	Sonderwerte der alstria zum 11. Februar 2025	155
Tabelle 32:	Unternehmenswert der alstria zum 11. Februar 2025	157
Tabelle 33:	Wert je Aktie der alstria zum 11. Februar 2025	157
Tabelle 34:	Saldo des Vermögens und der Schulden der alstria Office REIT-AG zum 30. September 2024 (unverschuldet und verschuldet)	161
Tabelle 35:	Finanzverbindlichkeiten der alstria Office REIT-AG zum 30. September 2024	166
Tabelle 36:	Ableitung des Barwerts der Verwaltungskosten	170
Tabelle 37:	Net Asset Value der alstria Office REIT-AG zum 11. Februar 2025	172
Tabelle 38:	NAV je Aktie der alstria Office REIT-AG	173
Tabelle 39:	Der NAV-Ansatz der Bewertungsgutachterin	178
Tabelle 40:	Kurs-Buchwert- und NTA-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen	183
Tabelle 41:	Marktwert des Eigenkapitals der alstria anhand von P/BV- und P/NTA-Multiplikatoren	184
Tabelle 42:	Marktwert des Eigenkapitals je alstria-Aktie im Mittelwert und Median anhand von P/BV- und P/NTA-Multiplikatoren	184

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
alstria	alstria office REIT-AG zusammen mit ihren direkten und indirekten Tochtergesellschaften
alstria AG	alstria office REIT-AG
alstria Office REIT-AG	alstria Office REIT-AG, Hamburg
Art.	Artikel
Az	Aktenzeichen
BAS	Bid-Ask-Spread
BBSR	Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung
BGH	Bundesgerichtshof
BNP	BNP Paribas Real Estate Consult GmbH, Düsseldorf
BPG Holdings Bermuda Limited	BPG Holdings Bermuda Limited, Bermuda
bspw.	beispielsweise
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CBD	Central Business Districts
CDAX	Composite Deutscher Aktienindex
c.p.	ceteris paribus
CRREM	Carbon Risk Real Estate Monitor
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
DVFA	DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e. V.
d.h.	das heißt
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings before Taxes
EPRA	European Public Real Estate Association
ESG	Environmental, Social and Governance
EStG	Einkommensteuergesetz
etc.	et cetera

EUR	Euro
e.V.	eingetragener Verein
EV	Enterprise Value; Gesamtunternehmenswert
f.	folgende
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FC	Forecast
ff.	[und] die folgenden
FFO	Funds from Operations
GACVA	Global Association of Certified Valuers and Analysts
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GHG	Greenhouse Gas Emissions
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
i.d.F.	in der Fassung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
ifo Institut	ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e. V.
IFRS	International Financial Reporting Standards
i.H.v.	in Höhe von
inkl.	inklusive
insb.	Insbesondere
IREBS	International Real Estate Business School
i.S.d.	im Sinne des/der
ISIN	International Securities Identification Number
IVA	IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
IVSC	International Valuation Standards Council
i.V.m.	in Verbindung mit
IW	Institut der deutschen Wirtschaft
IWF	Internationaler Währungsfonds
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KStG	Körperschaftsteuergesetz
kWh	Kilowattstunden
LG	Landgericht
LTV	Loan-to-Value
m ²	Quadratmeter
Mio.	Million/en

Mrd.	Milliarde/n
MWh	Megawattstunden
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum
P/BV	Kurs-Buchwert-Verhältnis (Price-to-Book)
pers.	Persönlichen
P/NTA	Price / Net Tangible Assets-Multiplikator
qm	Quadratmeter
rd.	rund
REIT	Real Estate Investment Trust
S.	Seite
sog.	so genannt(e)
SolZ	Solidaritätszuschlag
sqm	square meter (= qm)
S&P Capital IQ	S&P Capital IQ, Standard & Poor's Financial Services LLC, USA
t	Tonne
T	Tausend/e
Tax-CAPM	Tax Capital Asset Pricing Model
TV	Terminal Value
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
ValueTrust	ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München
vdp	Verband Deutscher Pfandbriefbanken
vgl.	vergleiche
VT	ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München
WAULT	Weighted Average Unexpired Lease Term
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngVO	WpÜG-Angebotsverordnung
z.B.	zum Beispiel
ZB	Registerzeichen des BGH für Zivilsachen
€	Euro

A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

I. Auftrag

1. Die BPG Holdings Bermuda Limited, Hamilton/Bermuda („**BPG Holdings Bermuda Limited**“ oder „Hauptaktionärin“), eine Tochtergesellschaft der Brookfield Corporation, Toronto/Kanada, hat dem Vorstand der alstria Office REIT-AG, Hamburg („alstria AG“ als Gesellschaft, „alstria“ oder „Gesellschaft“ als alstria office REIT-AG zusammen mit ihren direkten und indirekten Tochtergesellschaften), mit Schreiben vom 18. September 2024 mitgeteilt, dass sie beabsichtigt, ein Verfahren zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der alstria gegen eine angemessene Barabfindung auf die BPG Holdings Bermuda Limited (oder eine ihrer Tochtergesellschaften) nach §§ 327a AktG durchzuführen.
2. Nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft i.H.v. mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionärin), die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (sog. aktienrechtlicher Squeeze Out).
3. Ausweislich eines Depotauszugs der HSBC vom 10. Dezember 2024 hält die BPG Holdings Bermuda Limited mittelbar und unmittelbar 170.291.635 der insgesamt 178.561.572 auf den Inhaber lautende Stückaktien der alstria mit einem rechnerischen anteiligen Betrag am Grundkapital von 1,00 € je Aktie. Der Anteil der BPG Holdings Bermuda Limited entspricht 95,37 % des Grundkapitals der alstria. Die restlichen Aktien befinden sich auskunftsgemäß im Streubesitz.
4. Die außerordentliche Hauptversammlung der alstria, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der alstria auf die BPG Holdings Bermuda Limited gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen soll, ist für den 11. Februar 2025 geplant.
5. Nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG ist die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.
6. Mit Beschluss vom 8. Oktober 2024 hat das Landgericht Hamburg – Kammer 12 für Handelssachen – die IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main (kurz: „**IVA**“), zur sachverständigen Prüferin zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt (vgl. Anlage 1; Az 412 HKO 105/24). Die BPG Holdings Bermuda Limited hat uns daraufhin

mit der Prüfung der Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung beauftragt.

7. Die Festlegung der Höhe der Barabfindung durch die BPG Holdings Bermuda Limited basiert auf einer Unternehmensbewertung der alstria, die auf Basis allgemein anerkannter Unternehmensbewertungsgrundsätze durchgeführt wurde. Die BPG Holdings Bermuda Limited hat die ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München (kurz: „**ValueTrust**“ oder „VT“ oder „**Bewertungsgutachterin**“), beauftragt, sie bei der Festlegung der angemessenen Barabfindung, die den Minderheitsaktionären der Gesellschaft gemäß § 327a Abs. 1 AktG zu gewähren ist, zu unterstützen. Value Trust hat im Rahmen ihrer gutachtlichen Stellungnahme zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG ("**Gutachtliche Stellungnahme**") den Börsenkurs der Gesellschaft analysiert, den Ertragswert gemäß IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) ermittelt und andere Bewertungsmethoden zur Überprüfung des Ertragswerts herangezogen. Sie hat ihre Gutachtliche Stellungnahme mit Datum vom 13. Dezember 2024 der Hauptaktionärin übermittelt. Den Inhalt und das Ergebnis der Gutachtlichen Stellungnahme hat sich die Hauptaktionärin in vollem Umfang zu eigen gemacht. Die Gutachtliche Stellungnahme ist dem Übertragungsbericht der Hauptaktionärin als Anlage 1 beigelegt.
8. Die zu gewährende Barabfindung wurde auf der Grundlage der Gutachtlichen Stellungnahme durch die BPG Holdings Bermuda Limited festgelegt. Die Ausführungen zur Festlegung der Barabfindung gemäß § 327b AktG auf den Stichtag der außerordentlichen Hauptversammlung am 11. Februar 2025 sind im Übertragungsbericht der BPG Holdings Bermuda Limited über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der alstria auf die BPG Holdings Bermuda Limited sowie über die Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG vom 18. Dezember 2024 (kurz: „**Übertragungsbericht**“) wiedergegeben.

II. Auftragsdurchführung

9. Wir haben die Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung bis zum 18. Dezember 2024 in unseren Büros in Frankfurt am Main, Hamburg und in Landau in der Pfalz sowie in den Homeoffices der an der Prüfung beteiligten Mitarbeiter durchgeführt. Die als Grundlage der Wertermittlung dienenden Planungsrechnungen und Unterlagen zur Bewertung der alstria haben wir erhalten und in Gesprächen mit Vertretern der Gesellschaft sowie der Bewertungsgutachterin ValueTrust auf ihre Plausibilität überprüft.
10. Wir haben unsere Prüfungshandlungen nach Fertigstellung und Vorlage von Teilergebnissen durch die **Bewertungsgutachterin** durchgeführt. Die Ergebnisse der Bewertungsgutachterin haben wir anhand eigener Analysen plausibilisiert und ergänzende Sensitivitätsrechnungen durchgeführt.
11. Für die Durchführung der Prüfung standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:
- Handelsregistrauszug der alstria vom 17. Dezember 2024;
 - Satzung der alstria in der Fassung vom 12. Juli 2024;
 - geprüfter und mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin, versehener Konzernabschluss und zusammengefasster Lagebericht der alstria für das Geschäftsjahr 2021;
 - geprüfte und mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk der Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München/Zweigniederlassung Hamburg, versehene Konzernabschlüsse und zusammengefasste Lageberichte der alstria für die Geschäftsjahre 2022 und 2023;
 - geprüfter und mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin, versehener Jahresabschluss (Einzelabschluss) und zusammengefasster Lagebericht der alstria für das Geschäftsjahr 2021;
 - geprüfte und mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk der Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München/Zweigniederlassung Hamburg, versehene Jahresabschlüsse (Einzelabschluss) und zusammengefasste Lageberichte der alstria für die Geschäftsjahre 2022 und 2023;

- Bericht der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin, über die Prüfung des Jahresabschlusses und des zusammengefassten Lageberichts der alstria für das Geschäftsjahr 2021;
- Berichte der Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München/Zweigniederlassung Hamburg, über die Prüfung der Jahresabschlüsse und der zusammengefassten Lageberichte der alstria für die Geschäftsjahre 2022 und 2023;
- Bericht der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin, über die Prüfung des Konzernabschlusses und des zusammengefassten Lageberichts der alstria für das Geschäftsjahr 2021;
- Berichte der Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München/Zweigniederlassung Hamburg, über die Prüfung der Konzernabschlüsse und der zusammengefassten Lageberichte der alstria für die Geschäftsjahre 2022 und 2023;
- Geschäftsberichte der alstria für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023;
- vom Vorstand am 5. Dezember 2024 verabschiedeter und vom Aufsichtsrat am 10. Dezember 2024 genehmigter Forecast für das Jahr 2024 sowie Mehrjahresplanung für den Zeitraum 2025 bis 2029, bestehend aus GuV-, Bilanz- und Cashflowplanung;
- Bericht über die Marktwertermittlung des Immobilienportfolios der alstria von der externen Sachverständigen Savills Advisory Services Germany GmbH & Co. KG, Frankfurt am Main, zum Stichtag 31. Dezember 2023 mit Stand von 4. Januar 2024;
- vorläufige Marktwertermittlung des Immobilienportfolios der alstria von der externen Sachverständigen BNP Paribas Real Estate Consult GmbH, Frankfurt am Main, zum Stichtag 31. Dezember 2024 mit Stand von 29. November 2024 (im Folgenden auch: „BNP-Bewertung“);
- Protokolle der Sitzungen des Aufsichtsrats der alstria in den Geschäftsjahren 2022 bis 2023 sowie im laufenden Geschäftsjahr;
- Gutachtliche Stellungnahme der ValueTrust über die Ermittlung des Unternehmenswerts der alstria vom 13. Dezember 2024 sowie vorhergehende Entwürfe;

- Gutachtliche Ermittlung der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg, vom 13. Dezember 2024 zum etwaigen Ausschüttungsnachteil nach § 20 Abs. 2 der alstria-Satzung;
 - Auszüge aus den Arbeitspapieren der Bewertungsgutachterin;
 - Übertragungsbericht vom 18. Dezember 2024 sowie vorhergehende Entwürfe;
 - Ad hoc-Meldung der alstria vom 18. September 2024;
 - sonstige für die Bewertung relevante Unterlagen und Informationen.
12. Darüber hinaus haben wir auf öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.
13. Ergänzende Auskünfte wurden uns vom Vorstand der alstria und den von ihm benannten Auskunftspersonen erteilt. Der Vorstand der alstria und die Geschäftsführung der BPG Holdings Bermuda Limited haben uns gegenüber jeweils am 18. Dezember 2024 grundsätzlich schriftlich versichert, dass die vom Vorstand erteilten Erläuterungen und Auskünfte, die für die Erstellung unseres Berichts über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt wurden.
14. Wir hatten unter dem Punkt C. Zusätze und Bemerkungen der Vollständigkeitserklärung unter anderem um folgende Bestätigung durch den Vorstand der alstria gebeten:

Für Zwecke der Ermittlung einer angemessenen Barabfindung der Minderheitsaktionäre halten wir eine Unternehmensbewertung auf Basis der Ertragswertmethode gegenüber einer Unternehmensbewertung des Gesamtportfolios auf Basis des Net Asset Value (NAV) für vorzugswürdig, weil die Ertragswertmethode den Unternehmenswert im Sinne der deutschen Rechtsprechung unseres Erachtens besser widerspiegelt als der Net Asset Value.

Diese Erklärung wurde uns gegenüber vom Vorstand nicht abgegeben. Der Vorstand begründete dies damit, dass er sich nicht zur Bewertungsmethode äußern kann, da es sich im Kern um eine methodische Frage handelt.

15. Unabhängig von den in der Tz. 14 von uns erbetenen fehlenden Bestätigungen weisen wir darauf hin, dass weder Prüfungshemmnisse vorlagen noch die fehlenden Bestätigungen zu einer Einschränkung unserer Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung führen.

16. Die im Standard **IDW S 1** des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland enthaltenen Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen i.d.F. vom 2. April 2008 haben wir beachtet. Darüber hinaus haben wir den GACVA Professional Standard sowie die relevanten International Valuation Standards des IVSC (International Valuation Standards Council) beachtet. Die Standards geben die herrschende Meinung zur Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung wieder und bilden einen Rahmen für die jeweils eigenverantwortliche Lösung.
17. Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir in die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachterin Einsicht genommen.
18. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 18. Dezember 2024 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung der alstria am 11. Februar 2025 wesentliche Veränderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der alstria ergeben, wären diese bei der Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung noch zu berücksichtigen.
19. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, Jahresabschlüsse, Lageberichte oder Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Diese Prüfungen sind nicht Gegenstand einer Angemessenheitsprüfung der Barabfindung für Minderheitsaktionäre. Die Übereinstimmung der Jahres- bzw. Konzernabschlüsse und Lageberichte bzw. Konzernlageberichte mit den jeweiligen Rechnungslegungsvorschriften ist vom Abschlussprüfer der alstria für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 jeweils uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahres- und Konzernabschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir daher von der Richtigkeit und Vollständigkeit der uns vorgelegten Unterlagen aus.
20. Dieser Prüfungsbericht dient der Dokumentation unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung. Die Verwendung unseres Prüfungsberichts außerhalb der schriftlichen und mündlichen Berichterstattung an die Aktionäre bzw. der Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung der alstria, der Information der Organe, der Vorlage beim Registergericht sowie im Rahmen eventueller Gerichtsverfahren (z.B. Spruchverfahren) bedarf unserer vorherigen schriftlichen Einwilligung. Ohne diese schriftliche Einwilligung darf unser Prüfungsbericht nicht an Dritte weitergeben werden. Die Einwilligung wird nicht aus unbilligen Gründen verweigert werden.

21. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die als Anlage 2 beigefügten **Allgemeinen Auftragsbedingungen** für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften i.d.F. vom 1. Januar 2024 maßgebend. Bei einer Verwendung unseres Berichts für andere als dem Auftrag zugrunde liegende Zwecke ist dafür Sorge zu tragen, dass auch in diesen Fällen die vorgenannten Allgemeinen Auftragsbedingungen Anwendung finden.
22. Wir weisen darauf hin, dass die im Prüfungsbericht nachfolgend dargestellten Berechnungen grundsätzlich ohne Nachkommastelle ausgewiesen werden. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition und Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- und Gesamtsummen führen. Soweit nicht gesondert erläutert, entsprechen sämtliche für die alstria wiedergegebenen Finanzzahlen den Bestimmungen der International Financial Reporting Standards (IFRS).

Beurteilungsmaßstab im Rahmen unserer Untersuchungen

23. Nach § 327a Abs. 1 AktG muss die Höhe der gewährten Abfindung angemessen sein. Der Begriff der „Angemessenheit“ wird im Gesetz inhaltlich nicht näher definiert. Die ständige Rechtsprechung fordert eine volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs für den Verlust seiner Beteiligung.¹ Demnach muss die Abfindung den wirklichen bzw. wahren Wert der Beteiligung abbilden, damit der ausscheidende Aktionär für den Verlust seiner Rechtsposition wirtschaftlich voll entschädigt wird. Die Beurteilung der Angemessenheit einer Barabfindung erfolgt daher sowohl im Rahmen der Angemessenheitsprüfung als auch in dem sich potenziell anschließenden Spruchverfahren auf Basis einer Gesamtbetrachtung.² Nur in diesem Rahmen kann sichergestellt werden, dass der ausscheidende Aktionär eine volle Entschädigung für den Verlust seiner Beteiligung erhält.
24. Die Unternehmensbewertung in der Gutachtlichen Stellungnahme von ValueTrust enthält sowohl bei der Prognose der finanziellen Überschüsse als auch bei der Ermittlung der Kapitalkosten eine Vielzahl von Annahmen. Wir haben diese Annahmen auf Plausibilität geprüft und dabei folgenden Maßstab zugrunde gelegt:

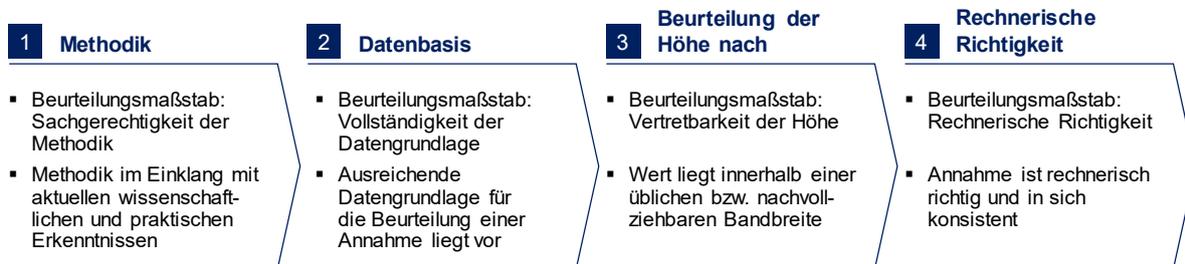
¹ Vgl. BGH, Beschluss v. 31.1.2017 – Az II ZR 285/15BGH, ZIP 2017, 469; BGH, Beschluss v. 12.1.2016 – Az II ZB 25/14, AG 2016, 359 Rz. 21 m.w.N.; OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 26.1.2017 – Az 21 W 75/15; OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 17.1.2017 – Az 21 W 37/12, ZIP 2017, 974; OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 20.7.2016 – Az 21 W 21/14, BB BBL2017-1585-6; OLG Karlsruhe, Beschluss v. 12.9.2017 – Az 12 W 1/17, NZG 2017, 1188; BayObLG, Beschluss v. 19.10.1995 – Az 3Z BR 17/90, AG 1996, 127.

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

25. Im Rahmen unserer Prüfungen wird eine Annahme dann als **plausibel** betrachtet, wenn sie (1) auf einer **sachgerechten Methodik** und (2) einer **vollständigen Datenbasis** beruht, (3) der **Höhe nach vertretbar** ist und (4) die **rechnerische Richtigkeit** gewährleistet wird.³
26. Die Ermittlungsmethodik ist als **sachgerecht** anzusehen, wenn sie im Einklang mit den aktuellen wissenschaftlichen und praktischen Erkenntnissen auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung steht. Sofern hingegen eine nicht anerkannte oder nicht gebräuchliche Methodik angewendet wird, ist die Sachgerechtigkeit zumindest kritisch zu hinterfragen.
27. Die **Vollständigkeit** der Datenbasis ist gegeben, wenn eine ausreichende Datengrundlage für die Beurteilung einer Annahme vorliegt. Hierbei kann es sich etwa um Daten aus der Vergangenheitsanalyse oder entsprechende Mengen- und Wertgerüste handeln, welche einer angenommenen bestimmten Entwicklung zugrunde liegen.
28. Eine Annahme ist der Höhe nach als **vertretbar** zu beurteilen, wenn sich der betrachtete Parameterwert innerhalb einer üblichen bzw. intersubjektiv nachvollziehbaren Bandbreite von möglichen Parameterwerten bewegt. Abhängig von der konkret zu analysierenden Annahme kann sich diese Bandbreite etwa aus der Anwendung verschiedener, jeweils sachgerechter Methoden ergeben und enger oder weiter gefasst sein. Sofern der betrachtete Parameterwert außerhalb dieser Bandbreite liegt, ist die Annahme nicht mehr als vertretbar anzusehen.
29. Darüber hinaus ist zu analysieren, ob die Annahme **rechnerisch richtig** abgeleitet wurde und in sich konsistent ist.

³ Vgl. ausführlich hierzu Creutzmann, A.: Plausibilität und Vertretbarkeit von Annahmen bei Unternehmensbewertungen in: BewertungsPraktiker, 1/2021, S. 12-14, (Hrsg.: CORPORATE FINANCE und EACVA), Creutzmann, A.: Planungsrechnungen bei rechtsgeprägten Unternehmensbewertungen, in: RWZ 2/2024, S. 91-97.

30. Die folgende Abbildung stellt unsere Vorgehensweise und die einzelnen Prüfschritte bei der Beurteilung der Plausibilität einer Annahme zusammenfassend dar:



Quelle: IVA-Analysen

Abbildung 1: Beurteilungsmaßstab für die Plausibilität einer Annahme

31. Wenn sämtliche Kriterien erfüllt sind, ist die **Annahme insgesamt als plausibel** anzusehen. Wird hingegen mindestens ein Kriterium nicht erfüllt, ist die Plausibilität der Annahme zu hinterfragen. Ergänzend weisen wir darauf hin, dass wir die beschriebene Vorgehensweise sowohl bei der Betrachtung in Bezug auf die Planungsrechnung (Zähler des Kalküls) als auch in Bezug auf den Kapitalisierungszinssatz (Nenner des Kalküls) zugrunde gelegt haben.
32. Bei der Betrachtung von Annahmen in Bezug auf die Planungsrechnung haben wir zudem den vom **IDW** veröffentlichten **Praxishinweis** „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“, der sich mit der Plausibilisierung von Planungsrechnungen befasst, berücksichtigt.⁴ Der Praxishinweis bezieht sich jedoch ausschließlich auf die Plausibilität einer Planungsrechnung und damit den Zähler des Bewertungskalküls. Gemäß dem IDW-Praxishinweis gliedert sich die materielle Plausibilität einer Planungsrechnung in die interne und externe Plausibilität.
33. Im Rahmen der materiellen Plausibilitätsanalyse wird gewürdigt, ob die der Planung zugrunde gelegten Annahmen sowie die aus den Annahmen und dem Planungsmodell resultierenden Ergebnisse insgesamt unter angemessener Berücksichtigung von Chancen und Risiken abgeleitet wurden. Die Plausibilität ist gegeben, wenn die Annahmen und die Planansätze für den jeweiligen Anlass nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen, d.h. in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse sind. Bestehen Abweichungen zu den Erkenntnissen aus den vorgenannten Analysen, sollten diese intersubjektiv nachvollziehbar sein. Ein sachkundiger Dritter sollte bei entsprechender Informationslage zu vergleichbaren Einschätzungen

⁴ Vgl. IDW, IDW Life 3/2017, Praxishinweis 2/2017: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion, S. 345.

kommen. Die materiellen Analysehandlungen lassen sich unterteilen in die Analyse der internen und externen Plausibilität.⁵

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

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

Quelle: IDW

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

35. Wie in obiger Tabelle dargestellt, werden im Rahmen der materiellen Plausibilitätsprüfung sowohl interne als auch externe Aspekte gewürdigt, wobei das IDW weder den Aspekten der internen noch der externen Plausibilität eine Gewichtung zukommen lässt.
36. Die interne Plausibilität betrifft den Abgleich der zugrunde liegenden Planungsrechnung mit den entsprechenden Erläuterungen des Managements und damit verbunden die Würdigung, ob die in der Planungsrechnung verarbeiteten Annahmen mit den strategischen Vorstellungen und beabsichtigten operativen Maßnahmen des Managements in Übereinstimmung stehen. Des Weiteren ist im Rahmen der internen Plausibilitätsprüfung eine Vergangenheits- und Lageanalyse des Unternehmens durchzuführen. Hierzu werden in der Vergangenheit erzielte Ist-Werte mit entsprechenden Plan-Werten für GuV- und Bilanzgrößen verglichen.⁶
37. Im Rahmen der externen Plausibilitätsprüfung werden die der Planung zugrunde liegenden Annahmen der Markt- und Wettbewerbsanalyse für das Unternehmen auf Grundlage der zum Planungszeitpunkt vorherrschenden Rahmenbedingungen gegenübergestellt. Dabei soll die externe Plausibilitätsprüfung insbesondere eine Analyse der Entwicklung der für das

⁵ Vgl. IDW, Praxishinweis 2/2017, Tz. 16.

⁶ Vgl. IDW, Praxishinweis 2/2017, Tz. 17, 22 f.

Unternehmen relevanten Absatz- und Beschaffungsmärkte sowie der Ist-Entwicklung und Prognosen wesentlicher Wettbewerber beinhalten.⁷

⁷ Vgl. IDW, Praxishinweis 2/2017, Tz. 17, 28, 32.

B. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG

38. Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung.
39. Dementsprechend haben wir geprüft, ob die von der BPG Holdings Bermuda Limited festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse bei der alstria office REIT-AG zum Bewertungsstichtag als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der Voraussetzungen und Rechtmäßigkeit für eine Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.
40. Der Prüfungsbericht ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG und § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Im Prüfungsbericht ist gemäß § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG anzugeben,
- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist,
 - aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist,
 - welche Barabfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der festgelegten Barabfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung des Unternehmens aufgetreten sind.
41. Bei der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung für Anteile an einem börsennotierten Unternehmen darf aufgrund der höchstrichterlichen Rechtsprechung der Börsenkurs als Verkehrswert der Aktien nicht außer Betracht bleiben. Ob der Börsenkurs tatsächlich den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt, gilt es im Einzelfall zu prüfen. Sofern für die Bewertung Börsenkurse herangezogen werden, ist die Ableitung des Börsenkurses zu beurteilen.
42. Sofern eine Unternehmensbewertung die Grundlage für die Ableitung der angemessenen Barabfindung darstellt, hat der Prüfer die der Barabfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und der inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Barabfindung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die wertrelevanten Parameter sachgerecht abgeleitet

wurden und ob die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen. Eine eigenständige Bewertung der Gesellschaft durch den Prüfer ist nicht vorzunehmen.

43. Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin der beschlussfassenden Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der außenstehenden Aktionäre auf die Hauptaktionärin dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (Übertragungsbericht).
44. Der Übertragungsbericht ist nicht Gegenstand unserer Prüfung. Es gehört auch nicht zu den Aufgaben des gesetzlichen Prüfers, die Vollständigkeit, Richtigkeit und Zweckmäßigkeit des Übertragungsberichts oder das Vorliegen der Voraussetzungen der Übertragung zu beurteilen. Soweit der Bericht der Hauptaktionärin jedoch die Höhe der Barabfindung erläutert und begründet, haben wir die enthaltenen Angaben zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung verwendet.
45. Die als Bewertungsbasis dienende Unternehmensplanung sowie Arbeitspapiere zur Bewertung haben wir erhalten, in Gesprächen mit Vertretern der Gesellschaft und der Bewertungsgutachterin erörtert und auf ihre Plausibilität untersucht. Wir haben die methodische Konsistenz des Bewertungsmodells überprüft und die Bewertung rechnerisch nachvollzogen.
46. In seinem Beschluss vom 8. Oktober 2024 hat das Landgericht Hamburg uns aufgegeben, die Prüfung auch auf die Frage zu erstrecken
 - ob ein Verkauf der Firma in Teilen einen über dem Ertragswert liegenden Erlös ergeben würde,
 - welchen Wert die Substanz der Vermögenswerte hat und
 - welcher Erlös bei einer Liquidation erzielt werden könnte.
47. In dem Fall, dass eine Begutachtung nach dem IDW S 1 erfolgt, sollen wir gemäß Beschluss des Landgerichts Hamburg zusätzlich eine Bewertung nach einem anderen Bewertungsmodus überschlägig darstellen.
48. Für eine Konkretisierung des Prüfungsbeschlusses haben wir telefonische Rücksprache mit der zuständigen Kammer des Landgerichts Hamburg gehalten. Die Kammer teilte uns mit, dass eine Prüfung, ob der Verkauf des Unternehmens in Teilen einen über dem Ertragswert liegenden Erlös erzielen könne, nicht erforderlich sei. Dies begründete die Kammer damit,

dass es sich im vorliegenden Fall um ein Immobilienunternehmen handle und dies im Ergebnis einer Bewertung auf Basis des Liquidationswertes entsprechen würde. Es solle vielmehr eine Unternehmensbewertung auf Basis des Net Asset Value, der die Substanz der Vermögenswerte darstellt, ermittelt werden.

49. Die folgende Übersicht stellt die gemäß Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 8. Oktober 2024 zu bearbeitenden Punkte und einen Verweis auf die zugehörigen Erläuterungen im Prüfungsbericht zusammenfassend dar.

Beschluss-punkt	Inhalt	Ausführungen im Prüfungsbericht
Die Prüfung ist auf die Frage zu erstrecken,		
a	ob ein Verkauf der Firma in Teilen einen über dem Ertragswert liegenden Erlös ergeben würde,	Nach Rücksprache mit der zuständigen Kammer ist eine Prüfung, ob der Verkauf des Unternehmens in Teilen einen über dem Ertragswert liegenden Erlös erzielen könne, nicht erforderlich.
b	welchen Wert die Substanz der Vermögenswerte hat und	Wir haben den Net Asset Value (NAV) der Gesellschaft ermittelt. Der NAV entspricht nicht einer Substanzbewertung des Unternehmens im klassischen Sinn, sondern einer modifizierten Ertragsbewertung, die die spezifischen Gegebenheiten einer vermögensverwaltenden Gesellschaft berücksichtigt. Vor diesem Hintergrund haben wir vorliegend auf die Ermittlung eines klassischen Substanzwerts verzichtet und stattdessen den NAV der alstria ermittelt. Wir verweisen hierzu auf unsere Erläuterungen in den Abschnitten C.II.4, C.II.6 und D.V.
c	welcher Erlös bei einer Liquidation erzielt werden könnte.	Siehe hierzu die Ausführungen in den Abschnitten C.II.5 und D.V.
d	In dem Fall, dass eine Begutachtung nach dem IDW S 1 erfolgt, sollen wir gemäß Beschluss des Landgerichts Hamburg zusätzlich eine Bewertung nach einem anderen Bewertungsmodus überschlüssig darstellen.	Wir haben die alstria ergänzend nach dem Net Asset Value (NAV) bewertet. Siehe hierzu die Ausführungen in den Abschnitten C.II.4 und D.V.

Tabelle 2: Übersicht über die im Prüfungsbericht ergänzend darzustellenden Punkte gemäß Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 8. Oktober 2024

50. Unser Bericht gibt das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wieder. Die Angaben im Prüfungsbericht beschränken sich auf die für die Beurteilung der Barabfindung wesentlichen Aspekte einschließlich der im Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 8. Oktober 2024 enthaltenen Punkte.

C. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

I. Methode zur Ermittlung der Barabfindung

51. Die BPG Holdings Bermuda Limited hat im Entwurf des Übertragungsbeschlusses die Barabfindung für die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien der alstria auf die Hauptaktionärin BPG Holdings Bermuda Limited zum 11. Februar 2025 wie folgt festgelegt:

„Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der alstria office REIT-AG (Minderheitsaktionäre) werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären (§§ 327a ff. AktG) gegen Gewährung einer von der BPG Holdings Bermuda Limited, eine sog. exempted company with liability limited by shares nach dem Recht von Bermuda mit Sitz in Hamilton, Bermuda, und eingetragen im Bermuda Registrar of Companies unter der Registernummer 48464 (Hauptaktionär), zu zahlenden Barabfindung in Höhe von EUR 5,11 für je eine auf den Inhaber lautende Stückaktie auf den Hauptaktionär übertragen.“

52. Der Übertragungsbericht der Hauptaktionärin enthält Erläuterungen und Begründungen in Bezug auf die Angemessenheit der Barabfindung.
53. Die Barabfindung wurde auf Grundlage einer von ValueTrust zum Bewertungsstichtag, 11. Februar 2025, durchgeführten Unternehmensbewertung festgelegt. Die Bewertungsgutachterin hat den Börsenkurs der alstria AG im relevanten Zeitraum, d.h. in den drei Monaten vor der Veröffentlichung des ersten Übertragungsverlangens am 18. September, analysiert. Sie kommt zu dem Ergebnis, dass aus juristischer und ökonomischer Sicht keine Anzeichen bestehen, dass der Börsenkurs nicht als Indikator für den Verkehrswert der Aktien und somit für die Abfindungsermittlung herangezogen werden könne. Der für die Bemessung maßgebliche Dreimonatsdurchschnittskurs (3M-VWAP) beträgt 3,49 € je alstria-Aktie. Zur Beurteilung des Unternehmenswerts der alstria AG hat ValueTrust neben dem Börsenkurs eine Bandbreite der objektivierten Unternehmenswerte nach persönlichen Ertragsteuern nach dem IDW S 1 sowie Unternehmenswerte vor persönlichen Ertragsteuern nach den „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der DVFA abgeleitet. Die von der Bewertungsgutachterin auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelte Bandbreite der objektivierten Unternehmenswerte nach IDW S 1 liegt zwischen 4,27 € und 5,11 € je Aktie.
54. Bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen werden gemäß IDW S 1 – im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung – die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person

typisierend zugrunde gelegt und ein Unternehmensbewertungskalkül nach persönlichen Steuern herangezogen.

55. Daneben hat die Bewertungsgutachterin eine Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals der alstria vor persönlichen Steuern gemäß den DVFA-Empfehlungen ermittelt. Die resultierende Bandbreite der Werte des Eigenkapitals der alstria vor persönlichen Steuern liegen demnach zum 11. Februar 2025 zwischen 3,36 € und 4,04 € je alstria-Aktie
56. Als Indikation des Eigenkapitalwerts auf Basis des aktuellen Immobilienbestands hat die Bewertungsgutachterin zur Plausibilisierung der Ergebnisse des Ertragswertverfahrens eine Bewertung anhand des NAV-Verfahrens vorgenommen und einen NAV innerhalb einer Bandbreite von 4,03 € bis 5,06 € je Aktie ermittelt. Zudem hat die Bewertungsgutachterin vergleichende Bewertungsverfahren wie Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren angewandt. Die anhand der Börsenmultiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals beträgt 2,47 € bis 5,66 € je alstria-Aktie. Die anhand der Transaktionsmultiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals beträgt 1,38 € bis 5,65 € je alstria-Aktie
57. Die BPG Holdings Bermuda Limited hat auf der Grundlage dieser Überlegungen entschieden, an die Minderheitsaktionäre der alstria nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG eine **Barabfindung** i.H.v. **5,11 € je alstria-Aktie** zu zahlen, was dem von der Bewertungsgutachterin ermittelten Ertragswert nach persönlichen Ertragsteuern gemäß IDW S1 entspricht. Die Hauptaktionärin hat eine Barabfindung aufgrund des NAV in diesem Fall für nicht angemessen gehalten.
58. Die BPG Holdings Bermuda Limited hat sich bei der Festlegung der angebotenen Barabfindung dem von der Bewertungsgutachterin gewählten methodischen Vorgehen angeschlossen und sich die Gutachtliche Stellungnahme vollständig zu eigen und zum Gegenstand des Übertragungsberichts gemacht. Die Gutachtliche Stellungnahme sowie deren Entwürfe sind uns für Zwecke der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung zur Verfügung gestellt worden.
59. In der Gutachtlichen Stellungnahme werden das methodische Vorgehen, die Ermittlung des Unternehmenswerts der alstria sowie des Unternehmenswerts je Aktie im Detail dargestellt.

II. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung

1. Vorbemerkung

60. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) und des Bundesgerichtshofs (BGH) ist eine Barabfindung im Hinblick auf den verfassungsrechtlichen Eigentumsschutz dann angemessen, wenn sie dem ausgeschlossenen Aktionär eine volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust seiner Unternehmensbeteiligung gewährt. Dabei ist nach der Rechtsprechung des BVerfG (Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94) sicherzustellen, dass der ausscheidende Aktionär nicht weniger erhält, als er bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Maßnahme erhalten hätte. Die Entschädigung darf somit nicht unter dem Verkehrswert liegen.
61. Die angemessene Barabfindung muss nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien der Gesellschaft berücksichtigen. Für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung stehen grundsätzlich unterschiedliche Bewertungsmethoden zur Verfügung. Das Aktiengesetz schreibt keine bestimmte Bewertungsmethode vor, die zur Beurteilung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung heranzuziehen ist. Eine Bewertungsmethode scheidet nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des Einzelfalls nicht geeignet ist, den wahren Wert abzubilden.
62. Der BGH hat festgestellt, dass es eine **Rechtsfrage** ist, ob eine angewendete Bewertungsmethode dem gesetzlichen Bewertungsziel entspricht. Dies hat der BGH sowohl für die Ertragswertmethode als auch für den Börsenkurs bejaht. Die Frage, welche der grundsätzlich geeigneten Bewertungsmethoden im konkreten Fall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, ist Teil der tatsächlichen Würdigung des Sachverhalts (**Tatsachenfrage**) und nach der betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und Praxis zu beurteilen. Die Bewertungsmethode muss dabei in der Betriebswirtschaftstheorie anerkannt und in der Praxis gebräuchlich sein.
63. Die zugrunde gelegte Bewertungsmethode ist vom Prüfer hinsichtlich der Art und Gründe für ihre Anwendung sowie ihrer Angemessenheit zu überprüfen.
64. Der BGH hat sowohl mit Beschluss vom 21. Februar 2023 (BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21) als auch mit Beschluss vom 31. Januar 2024 (BGH, 31. Januar 2024 – II ZB 5/22) festgestellt, dass der Börsenkurs eines Unternehmens bei Einhaltung bestimmter Voraussetzungen allein eine geeignete Schätzgrundlage für die Bestimmung einer angemessenen Barabfindung nach § 305 AktG und die Ableitung des

angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG sein kann. Gemäß BGH kann der Anteilswert nur dann nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden, wenn im konkreten Fall nicht von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer ausgegangen werden kann.

65. Nach der Rechtsprechung und Bewertungspraxis kann die Barabfindung bei Ausschluss von Minderheitsaktionären grundsätzlich auch aus einem objektivierten Unternehmenswert abgeleitet werden. Der objektivierte Unternehmenswert stellt regelmäßig einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt.
66. Die bei der Unternehmensbewertung von deutschen Wirtschaftsprüfern anzuwendenden Bewertungsgrundlagen und Methoden sind in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere in der Stellungnahme IDW S 1 vom 2. April 2008 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ festgelegt. Demnach wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.
67. Bei Immobiliengesellschaften und vermögensverwaltenden Gesellschaften, wie im vorliegenden Fall bei der alstria, ist die Bewertung nach dem Net Asset Value (NAV) anerkannt und üblich (vgl. Tz 94 ff.).
68. Die Bewertungsgutachterin hat den Unternehmenswert auf der Grundlage des Börsenkurses und auf der Grundlage des Ertragswertverfahrens ermittelt. Den NAV hat ValueTrust in diesem Fall für eine irrelevante Bewertungsmethode gehalten.
69. Nachfolgend werden zunächst das Ertragswertverfahren, der Börsenkurs sowie der NAV methodisch erläutert. Anschließend werden dann die weiteren Methoden dargestellt und gewürdigt.

2. Ertragswert und Discounted Cash Flow

70. Der Wert eines operativ tätigen Unternehmens wird nach heute allgemein anerkannten Grundsätzen aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Dieser Wert ergibt sich grundsätzlich aufgrund der finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens erwirtschaftet werden können (Zukunftserfolgswert). Der Unternehmenswert kann dabei entweder nach dem Ertragswertverfahren oder dem Discounted Cash Flow-Verfahren („DCF“) ermittelt werden.

Beide Bewertungsverfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren.

71. Bei beiden Bewertungsverfahren wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Zur Ableitung des Barwerts dieser Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentiert. Vermögensgegenstände (einschließlich Schulden), die einzeln veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, sind als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen. Die Summe der Barwerte der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergibt grundsätzlich den Unternehmenswert.
72. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsüberlegungen. Dabei sind bei der Bewertung nur die Überschüsse zu berücksichtigen, die aus bereits eingeleiteten Maßnahmen resultieren oder aus einem dokumentierten und hinreichend konkretisierten Unternehmenskonzept hervorgehen. Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen bzw. aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen.
73. Bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die unter Berücksichtigung rechtlicher Restriktionen nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzeptes zum Bewertungsstichtag zur Ausschüttung zur Verfügung stehen.
74. Die künftigen finanziellen Überschüsse sind mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz dient dazu, die sich ergebenden finanziellen Überschüsse mit einer Entscheidungsalternative zu vergleichen. Hierzu wird bei der Ermittlung von objektivierte Unternehmenswerten typischerweise auf Renditen von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) abgestellt.
75. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektiver Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorzunehmen. Bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen werden gemäß IDW S 1 – im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung – die steuerlichen Verhältnisse einer

inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person typisierend zugrunde gelegt. In diesem Rahmen sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativrendite zu treffen.

76. Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen können dafür verschiedene Sonderwerte in Frage kommen.
77. Bei der Bewertung des gesamten Unternehmens mit dem Zukunftserfolgswert müssen die nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände einschließlich der dazugehörigen Schulden unter Berücksichtigung ihrer bestmöglichen Verwertung und unter Berücksichtigung der Verwendung freigesetzter Mittel gesondert bewertet werden. Sofern der Liquidationswert dieser Vermögensgegenstände unter Berücksichtigung der steuerlichen Auswirkungen einer Veräußerung den Barwert ihrer finanziellen Überschüsse bei Verbleib im Unternehmen übersteigt, stellt nicht die Fortführung der bisherigen Nutzung, sondern die Liquidation die vorteilhaftere Verwertung dar. Für die Ermittlung des Gesamtwerts ist dann der Liquidationswert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens dem Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzufügen (vgl. IDW S 1, Tz. 60).
78. Bei der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens mit dem Liquidationswert sind die Kosten der Liquidation von den Liquidationserlösen abzusetzen sowie die steuerlichen Folgen auf Unternehmensebene zu berücksichtigen. Inwieweit Steuern auf der Eigentümerebene zu berücksichtigen sind, hängt von der beabsichtigten Verwendung der erzielten Erlöse ab. Soweit nicht mit einer sofortigen Liquidation zu rechnen ist, muss ein Liquidationskonzept entwickelt, ein angemessener Liquidationszeitraum angesetzt und der Liquidationserlös abzüglich der Kosten der Liquidation auf den Bewertungsstichtag abgezinst werden (vgl. IDW S 1, Tz. 61 f.).
79. Die Bewertungsgutachterin ValueTrust hat den Unternehmenswert und darauf aufbauend den Wert je Aktie unter anderem auf der Grundlage des in Rechtsprechung und Bewertungspraxis in Deutschland vorherrschenden Ertragswertverfahrens ermittelt.
80. Wir haben uns davon überzeugt, dass der vorliegenden Bewertung neben der Ertragsplanung auch eine abgestimmte Bilanzplanung zugrunde liegt und damit auch die zuvor dargestellten Voraussetzungen für eine Äquivalenz von Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren grundsätzlich gegeben sind.

3. Börsenkurs

81. Die Aktien der alstria (ISIN DE000A0LD2U1) sind zum Handel im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse bzw. XETRA und gleichzeitig im Teilbereich des Regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) zugelassen. Des Weiteren werden die Aktien im Freiverkehr der Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie an der Tradegate Exchange und der Wiener Börse gehandelt.
82. Da der Handel auch zum Zeitpunkt der Ankündigung der Strukturmaßnahme stattfand, ist grundsätzlich eine Bewertung der alstria auf Basis ihrer jeweiligen Marktkapitalisierung möglich. Allerdings können – abhängig vom jeweiligen Einzelfall – gewichtige Argumente gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da der Börsenkurs von zahlreichen Sonderfaktoren, wie zum Beispiel von der Größe und Enge des Marktes, von zufallsbedingten Umsätzen sowie von spekulativen und sonstigen nicht wertbezogenen Einflüssen abhängt und damit unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen unterliegen kann.
83. Nach der Rechtsprechung des BVerfG (Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94) gebietet Art. 14 GG, dass der ausscheidende Aktionär eine volle Entschädigung für seine gesellschaftliche Beteiligung erhält, die nicht unter dem Verkehrswert liegen darf. Der Verkehrswert kann bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden, es sei denn, dass der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Damit ist der Börsenkurs bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen grundsätzlich als Wertuntergrenze für die Bemessung der Abfindung der Minderheitsaktionäre heranzuziehen.
84. Nach der Rechtsprechung des BGH (Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“) ist ein der angemessenen Abfindung im Rahmen eines Ausschlusses der Minderheitsaktionäre zugrunde zu legender Börsenkurs der Aktie grundsätzlich auf Basis eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Dreimonatszeitraumes vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu ermitteln.
85. Der BGH hat mit Beschluss vom 21. Februar 2023 (BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21) und vom 31. Januar 2024 (BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22) bestätigt, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft den gesetzlichen Bewertungszielen grundsätzlich nicht widerspricht. Die Heranziehung der marktorientierten Methode sei für die Ermittlung eines Schätzwerts als Basis für die angemessene Barabfindung nach § 305 AktG und die Ableitung des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG grundsätzlich geeignet. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass die Marktteilnehmer auf Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten

die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs niederschlägt.

86. Demnach kann die Angemessenheit der Barabfindung i.S.d. § 305 AktG anhand des Börsenkurses bestimmt werden, wenn dieser aufgrund der Umstände des Einzelfalls nicht ungeeignet ist. Neben der Bedeutung als Wertuntergrenze für die angemessene Barabfindung bestätigt der BGH damit die marktorientierte Bewertungsmethode als gleichrangig mit anderen Bewertungsmethoden.
87. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer **effektiven Informationsbewertung** durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann und der Börsenkurs somit keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert erlaube, könne der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.⁸
88. Der BGH hält es für rechtsfehlerfrei, eine effektive Informationsbewertung anzunehmen, wenn auffällige Kurssprünge, Kursmanipulationen oder Informationsdefizite durch die Nichteinhaltung von kapitalmarktrechtlichen Veröffentlichungspflichten ausgeschlossen sind. Einer hohen Liquidität der Aktie könne bei der Beurteilung des Vorliegens einer effektiven Informationsbewertung eine besondere Bedeutung beigemessen werden.
89. Ein alleiniger Rückgriff auf den Börsenkurs scheidet auch dann aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist, weil über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel stattgefunden hat oder eine Marktengge vorliegt.
90. Die Entscheidung des BGH lässt jedoch offen, ob der Börsenkurs stets allein für die Ermittlung einer angemessenen Barabfindung herangezogen werden kann oder weiterhin im Zusammenspiel weiterer Bewertungsverfahren betrachtet werden muss. Diese Fragestellung wird in der Praxis insbesondere dann an Bedeutung gewinnen, wenn der Ertragswert (deutlich) oberhalb des Börsenwertes liegt. In der juristischen Literatur wird hierzu die Auffassung vertreten, dass die alleinige Betrachtung des Börsenkurses als Schätzgrundlage regelmäßig nicht sachgerecht sein dürfte und zusätzlich zumindest eine Plausibilisierung durch den Ertragswert erfolgen sollte.⁹
91. Vor dem Hintergrund, dass Börsenkurse und die ihnen zugrunde liegenden Marktinformationen und -erwartungen nur einen Teil der wertrelevanten Informationen umfassen, widerspricht es nach Auffassung des FAUB des IDW dem Schutzzweck von

⁸ Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 20.

⁹ Vgl. Decher, Die Bedeutung des Börsenkurses für die Unternehmensbewertung bei Strukturmaßnahmen, in: AG 2023, S. 115.

Angemessenheitsprüfungen, Börsenkurse ohne Berücksichtigung der wertrelevanten internen und externen Informationen und ohne Durchführung einer fundamentalen Unternehmensbewertung als alleinige Beurteilungsbasis zu verwenden. Vielmehr bleibt es aus Sicht des FAUB auch nach der Entscheidung des BGH notwendig, dass die Überprüfung der Angemessenheit durch einen Wirtschaftsprüfer anhand einer fundamentalen Unternehmensbewertung erfolgt (vgl. FAUB-Mitteilung vom 14. Juni 2023 zur Relevanz von Börsenkursen, in: IDW Life 2023, S. 656). Im Beschluss vom 31. Januar 2024 hat der BGH indes explizit darauf hingewiesen, dass eine strenge Allokations- und Informationseffizienz des Kapitalmarkts keine Voraussetzung für die Bestimmung des Werts einer Unternehmensbeteiligung nach dem Börsenkurs ist (vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 26).

92. Die Bewertungsgutachterin hat die in den Beschlüssen des BGH genannten Indikatoren zur Einschätzung der Aussagefähigkeit bzw. Relevanz des Börsenkurses im Hinblick auf die Aktie der alstria analysiert und kommt dabei zu dem Ergebnis, dass die alstria-Aktie von einer ausreichenden Liquidität gekennzeichnet ist. Die Bewertungsgutachterin führt insbesondere auf, dass auch wenn der Free Float vor Ankündigung des Squeeze Out gering war, ein kontinuierlicher Handel mit der alstria-Aktie in nicht unerheblichem Umfang stattfand. Vor dem Hintergrund der rechtlichen Anforderungen sowie aus ökonomischer Sicht stelle der umsatzgewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs eine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktien der alstria sowie der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG dar. Die Ergebnisse der Börsenkursanalyse sind im Abschnitt D.III dargestellt.
93. Zur Verifizierung der Ergebnisse der Börsenkursanalyse hat die Bewertungsgutachterin den Ertragswert der alstria ermittelt. Wir verweisen hierzu auf unsere Ausführungen in Abschnitt D.IV.

4. Net Asset Value (NAV)

94. Für Immobiliengesellschaften ist die Bewertung nach dem Net Asset Value (NAV) eine in der Rechtsprechung (LG Flensburg, Beschluss vom 11.4.2011, Az 6 O 21/09; LG Leipzig, Beschluss vom 8.3.2013, Az 02 HK OH 80/08; Schleswig-Holsteinisches OLG, Beschluss vom 17.9.2013, Az 9 Wx 86/11; OLG Dresden, Beschluss vom 31.1.2014, Az 11 W 505/13; LG Frankfurt, Beschluss vom 16.12.2014, Az 3-05 O 164/13; LG Hamburg, Beschluss vom 29.6.2015, Az 412 HKO 178/12; LG Berlin, Beschluss vom 9.2.2016, Az 102 O 88/13 .SpruchG; LG Stuttgart, Beschluss vom 30.6.2016, Az 31 O 122/12; OLG Frankfurt, Beschluss vom 8.9.2016, Az 21 W 36/15 (3-05 O 164/13 Landgericht Frankfurt); LG München I, Beschluss vom 30.11.2016, Az 5HK 22066/02; OLG München, Beschluss vom 12.7.2019, Az 31 Wx 213/17, OLG Karlsruhe, Beschluss vom 25.5.2020, Az 12 W 17/19, BayObLG, Beschluss vom 18.5.2022, Az 101 ZBR 97/20 (5 HK O 12922/18 LG München I)), BayObLG,

Beschluss vom 23.08.2023 – 101W 184/21 sowie im gewöhnlichen Geschäftsverkehr anerkannte und übliche Bewertungsmethode (vgl. Creutzmann, Unternehmensbewertung bei vermögensverwaltenden Gesellschaften im Rahmen der Ermittlung der angemessenen Barabfindung, in *BewertungsPraktiker*, Oktober-Dezember 2007, S. 7-13, Creutzmann, Net Asset Value in Theorie und Praxis, in *BewertungsPraktiker*, Juni 2013, S. 64-69 sowie auch Creutzmann, Besonderheiten beim Net Asset Value, in *BewertungsPraktiker*, September 2017, S. 74-79, Creutzmann/Stellbrink: Der Net Asset Value als Verfahren zur Bewertung von vermögensverwaltenden Gesellschaften in *BOARD – Zeitschrift für Aufsichtsräte*, 6/2019, S. 225-228; Zwirner/Zimny: Unternehmensbewertung, in *StuB Beilage zu Heft 22/2018*, S. 18), Creutzmann, Theorie und Praxis des Net Asset Value bei der Bewertung von Immobiliengesellschaften, in: *Handbuch Unternehmensbewertung*, 3. Aufl., 2023, S. 455-474, (Hrsg.: Zwirner/Petersen). Für Alternative Investmentfonds (AIF) wurde im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) in § 168 Abs. 1 Satz 1 die Berechnung des Nettoinventarwerts des Fondsanteils auf Basis des Net Asset Value geregelt, der gemäß § 101 Abs. 1 Nr. 3 KAGB in den Jahresbericht aufzunehmen ist. Des Weiteren wird der NAV von der Finanzverwaltung als Bewertungsmethode in Bezug auf Immobilienunternehmen empfohlen (vgl. Schreiben des Bayerischen Staatsministeriums für Finanzen vom 4. Januar 2013 in Bezug auf branchenspezifische Bewertungsmethoden). Für Kapitalbeteiligungsgesellschaften empfiehlt die Finanzverwaltung u.a. die Anwendung von Einzelbewertungsverfahren, zu denen der NAV hinzuzuzählen ist.

95. Anders als bei operativ tätigen Unternehmen, bei denen sich aus dem Zusammenwirken der einzelnen Vermögenswerte und Schulden sowie unterschiedlicher Geschäftsbereiche regelmäßig Synergien ergeben, die zu einem Mehrwert gegenüber den isoliert betrachteten Werten der einzelnen Bestandteile des Vermögens und der Schulden führen, liegen solche Mehrwerte bei vermögensverwaltenden Gesellschaften typischerweise nicht vor. Dies ist darauf zurückzuführen, dass durch ein Zusammenwirken von verschiedenen Kapitalanlagen regelmäßig keine Synergien erzielt werden können, die über eine reine Risikodiversifikation der Kapitalanlagen hinausgehen. Der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft wird vielmehr durch die voneinander unabhängigen Vermögensgegenstände und Schulden und die daraus zufließenden Zahlungsströme bestimmt. So hängen die finanziellen Überschüsse bei Immobilien neben der allgemeinen Marktentwicklung insb. auch von den bestehenden Mietverträgen und Bewirtschaftungskosten ab. Die finanziellen Überschüsse bei Anleihen und Derivaten werden maßgeblich von der jeweiligen Ausstattung und den Konditionen beeinflusst. Bei Unternehmensbeteiligungen und Aktien hängt die Wertentwicklung insb. vom operativen Erfolg des jeweiligen Unternehmens ab, der jedoch regelmäßig nicht von der zu bewertenden vermögensverwaltenden Gesellschaft selbst beeinflusst werden kann.

96. Anders als beim Ertragswert handelt es sich beim NAV nicht um ein Gesamtbewertungsverfahren, sondern um ein an das Substanzwertverfahren angenähertes Einzelbewertungsverfahren. Allerdings entspricht der NAV nicht einer Substanzbewertung des Unternehmens im klassischen Sinn, sondern einer modifizierten Ertragsbewertung, die die spezifischen Gegebenheiten einer vermögensverwaltenden Gesellschaft berücksichtigt. Im Kern kombiniert eine Wertermittlung auf Basis des NAV Elemente der Gesamtbewertungsmethode mit denen eines Einzelbewertungsverfahrens.
97. Der NAV wird aus der Differenz der Marktwerte des Vermögens abzüglich der Marktwerte der Verbindlichkeiten und des Barwerts der zukünftigen Verwaltungskosten der Gesellschaft ermittelt. Er entspricht dem Reinvermögen eines Unternehmens unter Einschluss der stillen Reserven.
98. Der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft ergibt sich im Wesentlichen aus der Ertragskraft ihrer Kapitalanlagen, die wiederum maßgeblich in ihren Marktwerten (Verkehrswerten) zum Ausdruck kommen. Betrachtet man den Marktwert einer Kapitalanlage als Barwert der damit verbundenen zukünftigen Einnahmen und Ausgaben, so ergibt sich der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft als Summe der einzelnen Verkehrswerte zuzüglich des Wertes anderer Vermögensgegenstände abzüglich des Gegenwartswertes der Verbindlichkeiten. Der NAV repräsentiert demnach den Barwert der erwarteten künftigen Nettoerträge aus den Kapitalanlagen zuzüglich des Wertes anderer Vermögensgegenstände und spiegelt damit den Barwert der künftigen Zahlungsüberschüsse wider.
99. Da bei der Ermittlung des NAV grundsätzlich eine Unternehmensfortführung unterstellt wird, unterbleibt die Berücksichtigung von Steuern (auf Ebene des Unternehmens), die sich bei einer Veräußerung der Vermögensgegenstände und Rückführung der Verbindlichkeiten auf Basis der aktuellen Verkehrswerte ergeben würden und bei einer Liquidationswertermittlung anzusetzen wären. Unternehmenssteuern können nur insoweit angesetzt werden, wie eine hinreichende Konkretisierung vorliegt und sich die entsprechende steuerliche Belastung auch bei Fortführung der Gesellschaft einstellen wird. Steuern (auf Ebene des Unternehmens) aus dem laufenden Ergebnis sind zum Bewertungsstichtag bei den Steuerrückstellungen periodengerecht abzugrenzen und zu erfassen. Eine Berücksichtigung der Steuern auf Ebene der Anteilseigner der vermögensverwaltenden Gesellschaft unterstellt im Grundsatz die Liquidation des Unternehmens und unterbleibt annahmegemäß beim NAV. Der negative Barwert der zukünftigen Verwaltungskosten ist grundsätzlich wertmindernd zu berücksichtigen.
100. Die Bewertungsgutachterin hat im vorliegenden Fall für die alstria den NAV nicht als eigene Bewertungsmethode, sondern als Indikation des Eigenkapitalwerts auf Basis des aktuellen Immobilienbestands zur Plausibilisierung der Ergebnisse des Ertragswerts ermittelt.

101. Wie bereits dargestellt handelt es sich bei der Bewertung von vermögensverwaltenden Gesellschaften, zu denen auch bestandshaltende Immobiliengesellschaften zählen, um eine in der Rechtsprechung sowie im gewöhnlichen Geschäftsverkehr anerkannte und übliche Bewertungsmethode. In mehreren Beschlüssen haben Landesgerichte und Oberlandesgerichte den NAV im Zusammenhang mit der Ermittlung von angemessenen Barabfindungen im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen als sachgerecht anerkannt. Der IDW S 1 enthält wesentliche allgemeine Grundsätze, nach denen Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten. Im IDW S 1 wird jedoch ausdrücklich darauf hingewiesen, dass jeder Bewertungsfall seine eigene fachgerechte Problemlösung verlangt und die Grundsätze daher nur einen Rahmen festlegen können, innerhalb dessen die fallspezifische eigenverantwortliche Lösung jeweils festzulegen ist. Der NAV stellt nach unserer Auffassung bei der Bewertung einer vermögensverwaltenden Gesellschaft eine solche fachgerechte Lösung dar.
102. Vor diesem Hintergrund haben wir den NAV neben der Ertragswertmethode und ggf. dem Börsenkurs gleichermaßen zur Ermittlung des Unternehmenswerts der alstria bzw. der Barabfindung herangezogen. Wir verweisen hierzu insb. auch auf unsere Ausführungen zum methodischen Vorgehen bei der Ermittlung des NAV in Abschnitt D.V.
103. Die Bewertungsgutachterin ValueTrust erachtet den NAV in diesem Fall für eine irrelevante Bewertungsmethode.

5. Liquidationswert

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

106. Der Wert des Vermögens wird vom Absatzmarkt der zu liquidierenden Vermögenswerte bestimmt, wobei im Zusammenhang mit einer Veräußerung entstehende und vom zu liquidierenden Unternehmen zu tragende Kosten die Veräußerungserlöse mindern. Vom Liquidationswert der Vermögenswerte sind die Unternehmensschulden abzuziehen, wobei auch die Schulden zu berücksichtigen sind, die sich erst infolge der Liquidation ergeben haben. Demgegenüber sind Schulden, die durch die Liquidation entfallen, nicht mit anzusetzen.
107. Die aus der Liquidation entstehenden Überschüsse sind des Weiteren um anfallende Unternehmenssteuern auf einen ggf. vorhandenen Liquidationsgewinn zu kürzen. Darüber hinaus sind auch persönliche Ertragsteuern auf Ebene des Anteilseigners zu berücksichtigen.
108. Da die bewertete Gesellschaft unbefristet fortgeführt werden soll und davon auszugehen ist, dass der Ertragswert bzw. der NAV aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten (z.B. Sozialpläne, Entschädigungen, etc.) sowie der Preisabschläge im aktuellen Marktumfeld für die Veräußerung des Immobilienportfolios über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde, wurde seitens ValueTrust auf eine detaillierte Ableitung und Darstellung des Liquidationswertes verzichtet. Wir halten diese Vorgehensweise für sachgerecht.

6. Substanzwert

109. Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat in der Regel keinen selbstständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung.
110. Der Net Asset Value ist dem Substanzwertverfahren angenähert. Beim NAV handelt es sich jedoch nicht um eine Substanzbewertung des Unternehmens im klassischen Sinn, sondern um eine modifizierte Ertragsbewertung, die die spezifischen Gegebenheiten einer vermögensverwaltenden Gesellschaft unter der Prämisse der Wiederbeschaffung berücksichtigt. Vor diesem Hintergrund ist es angemessen, dass im vorliegenden Fall ein Substanzwert nicht ermittelt wurde.

7. Vergleichende Marktbewertung

111. Eine vergleichende Marktbewertung kann auf Basis von Multiplikatoren, die als branchenüblich angesehen werden, erfolgen. Sie setzt eine Analyse der zurückliegenden und ebenso der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts voraus. Die Multiplikatoren werden aus einer Analyse der Marktpreise vergleichbarer Unternehmen abgeleitet. Bewertungen auf Basis

von Multiplikatoren stellen oft nur vereinfachte und pauschale Ertragsbewertungen dar. Sie werden daher meist lediglich zu Plausibilisierungszwecken vorgenommen.

112. Da die spezifische Situation der Gesellschaft in der Bewertung auf Basis von Multiplikatoren keine ausreichende Berücksichtigung findet, ist eine derartige vergleichsorientierte Bewertung zur Bestimmung einer angemessenen Barabfindung nicht sachgerecht.
113. Daher ist eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswertmethode bzw. dem NAV vorzuziehen. Eine Bewertung auf der Basis von Multiplikatoren wurde lediglich zur groben Plausibilisierung des Ertragswertes bzw. des NAV vorgenommen (vgl. hierzu auch Abschnitt D.VI).

8. Vorerwerbe

114. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmensanteile können zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen. Sie ersetzen indes keine Unternehmensbewertung (vgl. IDW S 1, Tz. 13).
115. Nach Rechtsprechung und herrschender Meinung in der Literatur sind die Preise, die die Hauptaktionärin in einem sachlichen und zeitlichen Zusammenhang mit einem Squeeze Out-Verfahren für den außerbörslichen Erwerb von Aktien gezahlt hat, nicht bei der Feststellung einer angemessenen Barabfindung zu berücksichtigen (vgl. etwa Fleischer in Großkommentar zum AktG, § 327b AktG, Tz. 19).
116. Nach der Rechtsprechung des BVerfG (Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94) ist die Nichtberücksichtigung der von der Hauptaktionärin tatsächlich gezahlten Preise für Aktien der abhängigen Gesellschaft unbedenklich. Tatsächlich gezahlte Preise der Hauptaktionärin könnten aufgrund der ihnen innewohnenden Grenznutzenbetrachtung hinsichtlich des Kontrollerwerbs vom Verkehrswert der Aktien abweichen. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelinge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch.
117. Der fehlenden Bedeutung für die Bewertung steht nach Auffassung des BGH jedoch nicht entgegen, vorhandene Vorerwerbspreise im Einzelfall im Rahmen von Plausibilitäts- und Kontrollerwägungen zu berücksichtigen (vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 51).

118. Vor dem Hintergrund, dass nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung aus Vorerwerbspreisen keine Rückschlüsse auf die Angemessenheit der Barabfindung gezogen werden können, wurde diesbezüglich auf eine detaillierte Analyse verzichtet.

9. Meistbegünstigung und die Rechtsfrage nach der Bewertungsmethode

119. Die Bewertungsgutachterin hat die angebotene Barabfindung auf Basis einer Fundamentalbewertungsmethode vorgenommen. Sowohl die Ertragswertmethode als auch der NAV sind Fundamentalbewertungsmethoden. Für vermögensverwaltende Gesellschaften, wie beispielsweise Immobiliengesellschaften, ist der NAV eine anerkannte Methode zur Unternehmensbewertung und zur Ermittlung einer angemessenen Barabfindung.

120. Der BGH hat mit seinen Beschlüssen vom 21. Februar 2023 (BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21) und vom 31. Januar 2024 (BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22) wiederholt bestätigt, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft den gesetzlichen Bewertungszielen grundsätzlich nicht widerspricht und die Minderheitsaktionäre keinen Anspruch auf eine Meistbegünstigung haben. In diesem Zusammenhang stellt der BGH jedoch auch die Verantwortlichkeit des Tatrichters im Zusammenhang mit der Frage nach der sachgerechten Bewertungsmethode zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung fest:

"Das Gericht sei nicht an das von den Vertragspartnern angewandte Ertragswertverfahren bzw. an die Methodenwahl im Übertragungsbericht und im Prüfbericht gebunden. Die vom Gericht insoweit in freier, tatrichterlicher Entscheidung zur eigenen Schätzung herangezogene Methode müsse eine tragfähige Grundlage für eine Schätzung darstellen. Tragfähigkeit sei gegeben, wenn es sich um eine geeignete und aussagekräftige, aber sowohl aus verfassungsrechtlicher als auch aus einfachrechtlicher Sicht nicht notwendigerweise bestmögliche Grundlage handle. Dies bedeute, dass die zur Anwendung gebrachte Methode in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt und in der Praxis gebräuchlich sein müsse." (BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz 11)

...“Es ist eine Rechtsfrage, ob eine vom Tatrichter gewählte Bewertungsmethode oder ein innerhalb der Bewertungsmethode gewähltes Berechnungsverfahren den gesetzlichen Bewertungszielen widerspricht, wohingegen die Frage, welche der Bewertungsmethoden im Einzelfall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, Teil der tatsächlichen Würdigung des Sachverhalts ist und sich nach der wirtschafts- oder betriebswissenschaftlichen Bewertungstheorie und Praxis beurteilt (vgl. BGH, Urteil vom 13. März 1978 - II ZR 142/76, NJW 1978, 1316, 1319; Urteil vom 7. Mai 1986 - IVb 42/85, NJW-RR 1986, 1066, 1068; Urteil vom 13. März 2006 - II ZR 295/04,

ZIP 2006, 851 Rn. 13; Beschluss vom 6. November 2013 - XII ZB 434/12, NJW 2014, 294 Rn. 34; Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 12, 33; Beschluss vom 15. September 2020 - II ZB 6/20, BGHZ 227, 137 Rn. 13). Die Wahl, welche von mehreren im konkreten Fall zulässigen Berechnungsweisen am besten geeignet ist, den Unternehmenswert abzubilden, obliegt als Teil der Tatsachenfeststellung dem Tatrichter. Da jede Wertermittlung mit zahlreichen Prognosen, Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht auf Richtigkeit, sondern nur auf Vertretbarkeit gerichtlich überprüfbar sind, kann keine Bewertungsmethode den Wert der Unternehmensbeteiligung exakt berechnen. Vielmehr kann jede Methode nur rechnerische Ergebnisse liefern, die Grundlage und Anhaltspunkt für die Schätzung des Gerichts nach § 287 Abs. 2, 1 ZPO bilden (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 13, 34; Beschluss vom 15. September 2020 II ZB 6/20, BGHZ 227, 137 Rn. 20).“ (BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz 17)

121. Die Frage nach der sachgerechten Methode zur Ableitung der angemessenen Barabfindung in dem hier vorliegenden Fall liegt demnach bei dem zuständigen Tatrichter. Sowohl die Ertragswertmethode als auch der NAV sind Bewertungsmethoden, die geeignet sind, eine angemessene Barabfindung abzuleiten.

10. Ergebnis

122. Die dargestellten Grundsätze und Bewertungsverfahren gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert. Sie haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere in der Stellungnahme IDW S 1 vom 2. April 2008 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, gefunden und werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung anerkannt. Für vermögensverwaltende Gesellschaften ist die Bewertung nach dem Net Asset Value (NAV) eine in der Rechtsprechung sowie im gewöhnlichen Geschäftsverkehr anerkannte und übliche Bewertungsmethode.
123. Die Hauptaktionärin hat im vorliegenden Fall die Barabfindung ausgehend vom Börsenkurs sowie vom Ertragswert der alstria office REIT-AG festgelegt, der seitens der Bewertungsgutachterin ermittelt wurde. Im Ergebnis hat die Hauptaktionärin in Kenntnis der Wertbandbreiten aus Börsenkurs und Ertragswert sich dazu entschlossen, die Abfindung auf den im Vergleich zum Börsenkurs höheren Ertragswert der alstria Office REIT-AG festzulegen.
124. Die Hauptaktionärin hat zur Bestimmung des barabfindungsrelevanten Werts der alstria Office REIT-AG nicht den NAV herangezogen, da sie gestützt durch die Ausführungen im Bewertungsgutachten die Ermittlung des Unternehmenswerts nach dem Ertragswertverfahren

in diesem Fall für sachgerechter hält. Wir erachten sowohl die Ertragswertmethode wie auch den NAV-Ansatz für eine geeignete Methode zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung der Minderheitsaktionäre der alstria Office REIT-AG. Die von uns ermittelte Wertbandbreite unter Anwendung des NAV-Ansatzes führt zu einem höheren Abfindungswert im Vergleich zum Ertragswert.

125. Gemäß der Rechtsprechung des BGH ist, wie zuvor dargestellt, die Frage, welche der grundsätzlich geeigneten Bewertungsmethoden im konkreten Fall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, Teil der tatsächlichen Würdigung des Sachverhalts (**Tatsachenfrage**) und nach der betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und Praxis zu beurteilen. In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass in der jüngsten Rechtsprechung des BGH das Meistbegünstigungsprinzip aufgegeben wurde. In der Frage wie die Bestimmung des quotalen Unternehmenswerts zu erfolgen hat sind die Tatgerichte frei. Sie nehmen eine Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO vor, d.h. „unter Würdigung aller Umstände nach freier Überzeugung“ (vgl. Häller/Adolff in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Auflage 2024).
126. Wir erachten im vorliegenden Fall sowohl die Ertragswertmethode als auch den NAV zur Ermittlung einer angemessenen Barabfindung als geeignet. Unseres Erachtens handelt es sich bei der abschließenden Beurteilung der angemessenen Höhe der Barabfindung im vorliegenden Fall um eine Rechtsfrage, die durch das Gericht zu beantworten ist.
127. Zu den Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf Kapitel D unseres Berichts.

III. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

128. Sofern sich besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung ergeben haben, sind wir gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG verpflichtet, diese in unserem Prüfungsbericht anzugeben.
129. Aufgrund unserer Tätigkeit im Rahmen der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung stellen wir fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten i.S.d. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG aufgetreten sind.

D. PRÜFUNGSFESTSTELLUNGEN IM EINZELNEN

I. Bewertungsobjekt

1. Rechtliche Grundlagen

130. Die folgende tabellarische Darstellung enthält einen Überblick über die rechtlichen Verhältnisse der alstria office REIT-AG zum Zeitpunkt der Erstattung dieses Berichts.

Firma:	alstria office REIT-AG
Sitz:	Hamburg
Satzung:	In der Fassung vom 12. Juli 2024
Rechtsform:	Aktiengesellschaft
Handelsregister:	Amtsgericht Hamburg, HRB 99204
Gegenstand des Unternehmens:	<p>Gegenstand des Unternehmens ist</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Eigentum oder dingliche Nutzungsrechte an <ol style="list-style-type: none"> a) inländischem unbeweglichen Vermögen i.S.d. REIT-Gesetzes mit Ausnahme von Bestandsmietwohnimmobilien i.S.d. REIT-Gesetzes, b) ausländischem unbeweglichen Vermögen i.S.d. REIT-Gesetzes, soweit dies im Belegenheitsstaat im Eigentum einer REIT-Körperschaft, REIT-Personenvereinigung oder REIT-Vermögensmasse oder einer einem REIT vergleichbaren Körperschaft, Personenvereinigung oder Vermögensmasse stehen darf und c) anderen Vermögensgegenständen i.S.d. § 3 Abs. 7 REIT-Gesetz zu erwerben, zu halten, im Rahmen der Vermietung, der Verpachtung und des Leasings einschließlich notwendiger immobiliennaher Hilfstätigkeiten zu verwalten und zu veräußern, sowie 2. Anteile an Immobilienpersonengesellschaften i.S.d. REIT-Gesetzes zu erwerben, zu halten, zu verwalten und zu veräußern, 3. Anteile an REIT-Dienstleistungsgesellschaften i.S.d. REIT-Gesetzes zu erwerben, zu halten, zu verwalten und zu veräußern, 4. Anteile an Auslandsobjektgesellschaften i.S.d. REIT-Gesetzes zu erwerben, zu halten, zu verwalten und zu veräußern,

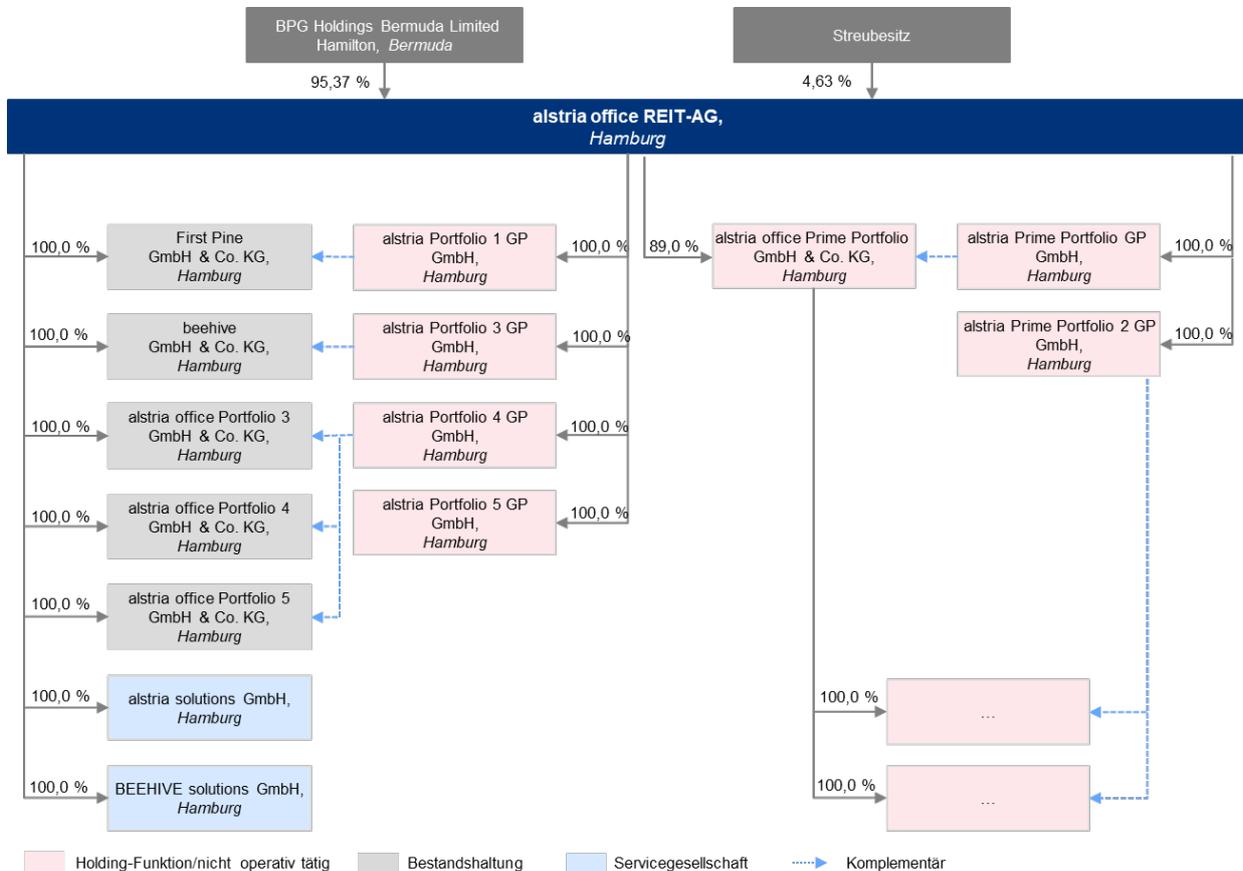
	5. Anteile an Kapitalgesellschaften zu erwerben, zu halten, zu verwalten und zu veräußern, die persönlich haftende Gesellschafter einer Immobilienpersonengesellschaft i.S.d. REIT-Gesetzes und an dieser vermögensmäßig nicht beteiligt sind.				
Geschäftsjahr:	Kalenderjahr				
Grundkapital:	<p>Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt derzeit 178.561.572,00 € und ist in 178.561.572 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen anteiligen Betrag am Grundkapital von je 1,00 € je Aktie eingeteilt.</p> <p>Der Vorstand ist durch Beschluss der Hauptversammlung vom 6. Juni 2024 ermächtigt, das Grundkapital mit Zustimmung des Aufsichtsrates bis zum 5. Juni 2029 einmalig oder mehrmals durch Ausgabe von bis zu 89.280.786 auf den Inhaber lautenden Stückaktien gegen Sacheinlage, um insgesamt bis zu 89.280.786 € zu erhöhen („Genehmigtes Kapital 2024“).</p> <p>Das Grundkapital ist durch Beschluss der Hauptversammlung vom 6. Juni 2024 durch Ausgabe von bis zu 89.280.786 auf den Inhaber lautender Stückaktien um bis zu 89.280.786 € bedingt erhöht („Bedingtes Kapital 2024“).</p>				
Aktionärsstruktur:	<p>Die Aktionärsstruktur stellt sich derzeit wie folgt dar:</p> <table border="0"> <tr> <td>BPG Holdings Bermuda Limited</td> <td>95,37 %</td> </tr> <tr> <td>Streubesitz</td> <td>4,63 %</td> </tr> </table>	BPG Holdings Bermuda Limited	95,37 %	Streubesitz	4,63 %
BPG Holdings Bermuda Limited	95,37 %				
Streubesitz	4,63 %				
Aufsichtsrat:	<p>Brad Hyler (Vorsitzender) Jan Sucharda (Stellvertretender Vorsitzender) Richard Powers Becky Worthington</p>				
Vorstand:	Olivier Elamine				
Steuerliche Verhältnisse:	<ul style="list-style-type: none"> • alstria verfügt zum Bewertungsstichtag 11. Februar 2025 nach dem Verlust des REIT-Status auskunftsgemäß über keine steuerlichen Verlustvorträge. • Der Wert des steuerlichen Einlagekontos gem. § 27 KStG beträgt zum 31. Dezember 2023 362,1 Mio. €. 				
Börsennotierung:	<p>Die Aktien der Gesellschaft sind unter der ISIN DE000A0LD2U1 zum Handel im regulierten Markt (Prime Standard) zugelassen. Der Handel erfolgt an den Wertpapierbörsen XETRA und Frankfurt am Main.</p>				

Quelle: alstria

Tabelle 3: Rechtliche Verhältnisse der alstria

131. Im Zusammenhang mit der Mehrheitsbeteiligung der BPG Holdings Bermuda Limited an alstria wird alstria zum 1. Januar 2025 ihren REIT-Status verlieren, da die 15 %-Streubesitzanforderung gemäß § 18 Abs. 3 REITG nicht mehr erfüllt ist. Durch den Verlust des REIT-Status wird alstria grundsätzlich der deutschen Einkommen- und Gewerbesteuer unterliegen. Infolgedessen wird alstria den Hauptsitz nach Luxemburg verlagern und weitere organisatorische Maßnahmen durchführen, die vor dem Hintergrund des Verlusts des REIT-Status und der damit einhergehenden Steuerpflicht geplant wurden. Diese Umstrukturierung umfasst u.a. die mögliche Übertragung administrativer Tätigkeiten in eine separate Managementgesellschaft („ManCo“) sowie Anpassungen in der rechtlichen Struktur.
132. Zudem führt der Verlust des REIT-Status und damit der Verlust der Steuerbefreiung zu dem satzungsmäßigen Erfordernis der Entschädigung der Minderheitsaktionäre der alstria. Der Ausgleich soll den Nachteil der Minderheitsgesellschafter hinsichtlich Ausschüttungen widerspiegeln, der sich aus der Beendigung der Steuerbefreiung ergibt, wobei die Steuervorteile der Gesellschafter pauschal berücksichtigt werden. Diese Entschädigung wurde von KPMG unter Berücksichtigung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) des Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. ermittelt. Dabei wurde der Ertragswert sowohl mit als auch ohne Berücksichtigung eines REIT-Status errechnet. Die Differenz in den beiden Ertragswerten pro Aktie ist die Entschädigung, die an die Minderheitsaktionäre Anfang Januar 2025 gezahlt wird. Hierzu verweisen wir auf Kapitel D.V.3.c).

133. Die gesellschaftsrechtliche Struktur der alstria ist nachfolgend graphisch dargestellt:

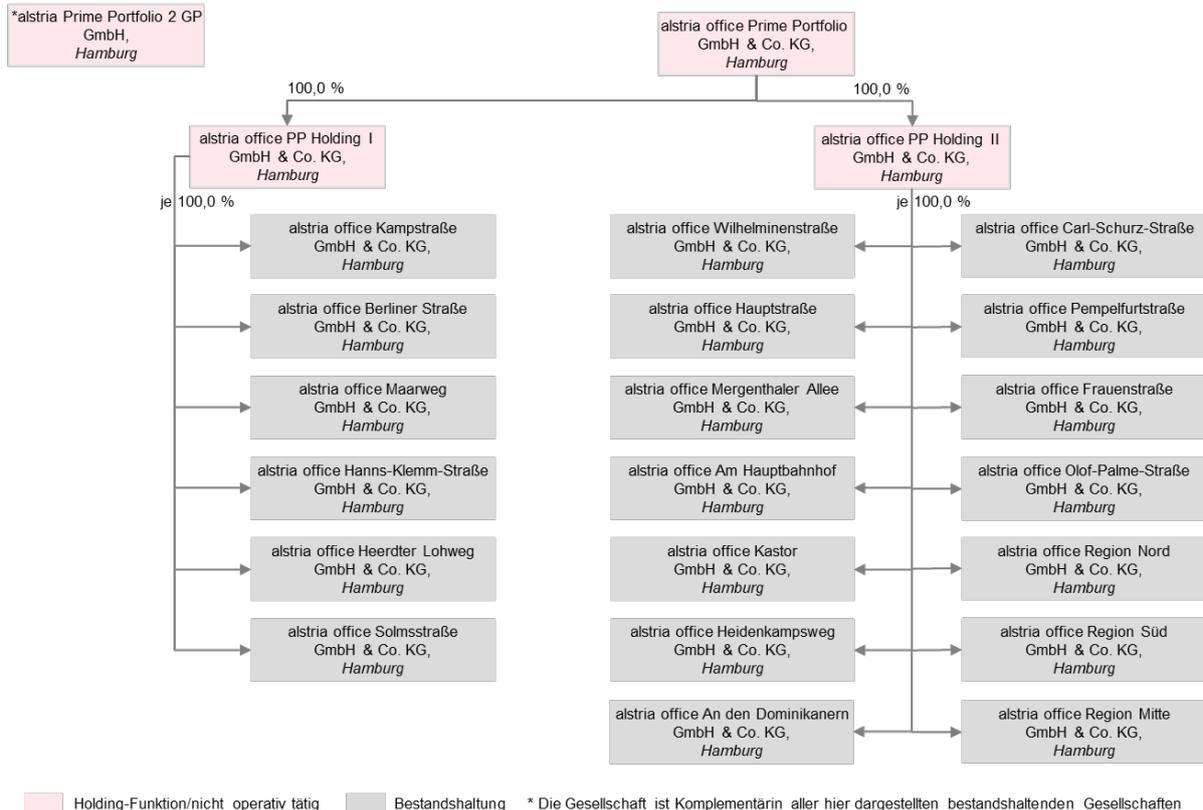


Quelle: alstria; IVA-Analysen

Abbildung 2: Aktuelle gesellschaftsrechtliche Struktur der alstria (1)

134. Die alstria wird mit einem Anteil von 95,37 % von der BPG Holdings Bermuda Limited gehalten. Des Weiteren befinden sich 4,63 % der Aktien im Streubesitz. Der Konsolidierungskreis der alstria umfasst zum Zeitpunkt der Erstellung unseres Prüfungsberichts 36 vollkonsolidierte Tochterunternehmen sowie die alstria als Muttergesellschaft. Davon fungieren neun Gesellschaften als Zwischenholding ohne Immobilienbestand, 25 Gesellschaften fungieren als bestandshaltende Immobiliengesellschaften und zwei Gesellschaften sind als Servicegesellschaften tätig. Die alstria solutions GmbH und die BEEHIVE solutions GmbH erbringen immobiliennahe Nebentätigkeiten im Bereich der Verwaltung, Pflege und Fortentwicklung der Immobilienbestände. Hierzu zählen u.a. die technische und kaufmännische Bestandsverwaltung, Mietbestandsverwaltung, Vermittlungstätigkeit, Projektsteuerung und -entwicklung.

135. Mit Ausnahme der alstria office Prime Portfolio GmbH & Co. KG, Hamburg, an der die alstria lediglich 89,0 % der Anteile hält, und folgend der darunter befindlichen Gesellschaften, befinden sich alle übrigen Tochterunternehmen mittelbar oder unmittelbar zu 100,0 % im Besitz der alstria. Die alstria office Prime Portfolio GmbH & Co. KG geht aus dem Formwechsel der DO Deutsche office AG im Rahmen des freiwilligen Übernahmeangebots der alstria vom 21. August 2015 hervor. Die übrigen Anteile an der Gesellschaft, i.H.v. 10,0 %, entfallen auf eine niederländische Stiftung, deren Beteiligung an der KG durch eine langfristige Ausleihung der alstria finanziert wurde.¹⁰ Das übrige 1,0 % ist den ehemaligen Aktionären der DO Deutsche office AG zuzuordnen, die durch die Umwandlung zu Kommanditisten der alstria office Prime Portfolio GmbH & Co. KG wurden.
136. Die sich unter der alstria office Prime Portfolio GmbH & Co. KG befindlichen Gesellschaften sind aus Darstellungsgründen separat in der folgenden Abbildung dargestellt.



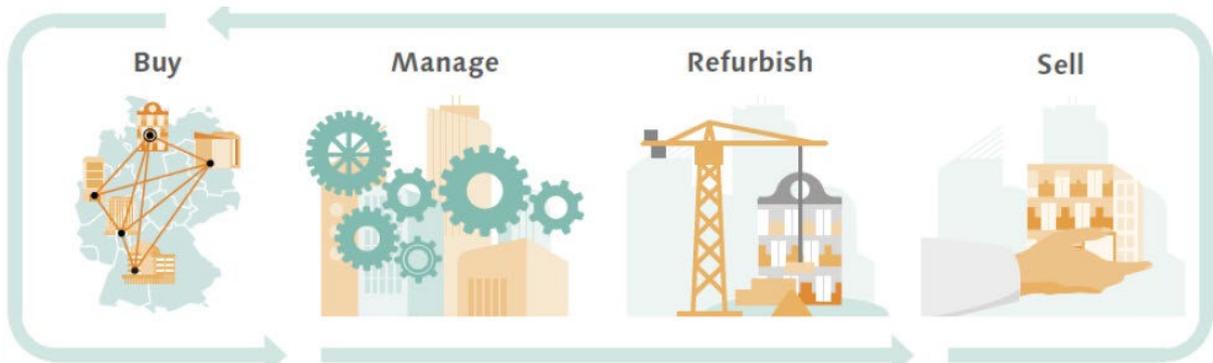
Quelle: alstria; IVA-Analysen

Abbildung 3: Aktuelle gesellschaftsrechtliche Struktur der alstria (2)

¹⁰ Vgl. Gesellschaftsvertrag der alstria office Prime Portfolio GmbH & Co. KG, § 4 Nr. 3.

2. Wirtschaftliche Grundlagen

137. Die alstria ist ein Immobilienunternehmen, das sich auf die Vermietung von selbst gehaltenen Büroimmobilien hauptsächlich an den Top-(Büro-)Immobilienstandorten in Deutschland fokussiert. Die Grundzüge des Geschäftsmodells der alstria stellen sich wie folgt dar.



Quelle: alstria, Unternehmenspräsentation

Abbildung 4: Grundzüge des Geschäftsmodells der alstria

138. Das Geschäftsmodell zeichnet sich dadurch aus, dass Büroimmobilien typischerweise in entwicklungsfähigem Zustand erworben und diese, sobald es die Vermietungssituation zulässt, wertoptimierend saniert und neuvermietet werden. Nach der Neuvermietung erwägt die Gesellschaft den Verkauf des fertig entwickelten Objekts. Dabei strebt die Gesellschaft an, fertig entwickelte Objekte in den ersten Jahren nach der Entwicklung zu veräußern, um einen möglichst hohen Exit-Preis zu erzielen. Sollte dies aufgrund der vorherrschenden Marktlage nicht zu den angestrebten Veräußerungspreisen realisierbar sein, erwägt die Gesellschaft das Objekt langfristig ggf. über einen zweiten Entwicklungszyklus hinaus im Bestand zu halten. Für die von der Gesellschaft typischerweise gehaltene Assetklasse der Büroimmobilien in Deutschland schätzt das Management die Gesamtnutzungsdauer nach abgeschlossener Sanierung auf 20 bis 25 Jahre, bis im Anschluss eine erneute Sanierung erforderlich wird.
139. Das aktive Portfoliomangement, das die alstria betreibt, beschränkt sich auf die Entwicklung von Bestandsobjekten. Das Projektentwicklungsgeschäft zur Errichtung von Neubauten gehört nicht zum Geschäftsmodell der alstria. Abhängig von der Vermietungssituation und dem geplanten Sanierungsumfang kann sich die Entwicklung von erworbenen Objekten über mehrere Jahre ziehen. Bei der Festlegung des Sanierungsumfangs verfolgt die Gesellschaft dabei die Strategie der Optimierung bzw. Maximierung der durch die Maßnahmen realisierten Zusatzrendite („zusätzliche Rendite auf Capex per m²“ bzw. „incremental yield on Capex per sqm“). Das heißt, dass das mögliche Ausmaß an Sanierungsmaßnahmen nicht zwingend ausgeschöpft wird. Die Höhe möglicher Fördermittel, die für die Modernisierung der Objekte abgerufen werden können, spielt auskunftsgemäß keine zentrale Rolle in der Planung des Sanierungsumfangs. Hintergrund hierfür ist, dass sich die geplanten Sanierungsmaßnahmen

in einem Umfeld veränderlicher Rahmenbedingungen auch ohne Fördergelder wirtschaftlich darstellen sollen.

140. Die wesentlichen Kennzahlen für das Portfolio der alstria stellen sich wie folgt dar.

alstria Office REIT-AG	
Wesentliche Kennzahlen zum Immobilienportfolio zum 31. Dezember 2024	
Anzahl der Objekte	106
Beizulegender Zeitwert (in Mio. €)	4.142,7
Jährliche Vertragsmiete (in Mio. €)	195,2
Bewertungsrendite (in %, jährl. Vertragsmiete/ beizulegender Zeitwert)	4,7
Vermietbare Fläche (in m ²)	1,403
EPRA-Leerstandsquote (in %)**	8,1
WAULT (Durchschnittliche Restmietdauer in Jahren)	5,3
Durchschnittlicher Wert je m ² (in €)	2.953
Durchschnittliche Miete je m ² (in € / Monat)	11,60

Quelle: alstria; vorläufige Marktwertermittlung des Immobilienportfolios durch BNP Paribas Real Estate Consult GmbH zum 31. Dezember 2024 mit Stand vom 29. November 2024

* Datenstand per 30.09.2024 (vgl. alstria Zwischenmitteilung zum 30.09.2024)

Tabelle 4: Wesentliche Kennzahlen zum Immobilienportfolio

141. Das Portfolio umfasst insgesamt 106 Objekte mit einer vermietbaren Fläche von 1.395.000 m². Wesentliche Veränderungen in Form von Käufen bzw. Verkäufen hat es im laufenden Geschäftsjahr 2024 nicht gegeben. Im Vorjahr 2023 wurden lediglich zwei Objekte mit einem Verkaufsvolumen von 3,2 Mio. € veräußert, was darauf zurückzuführen ist, dass der Transaktionsmarkt für Büroimmobilien im Jahr 2023 nahezu zum Erliegen gekommen ist. Die letzten Zukäufe wurden im Jahr 2021 getätigt. Bis zum Ende des dritten Quartals 2024 erfolgten Neuvermietungen (37.600 m²) und Verlängerungen von Mietverträgen (56.700 m²) von in Summe 94.300 m². Das entspricht in etwa 6,8 % der vermietbaren Fläche. Die gewichtete durchschnittliche Restmietdauer (sog. „Weighted Average Unexpired Lease Term“, „WAULT“) des Portfolios beläuft sich auf 5,3 Jahre. Gemäß Einschätzung des Managements ist ein WAULT im Bereich von 5,0 Jahren charakteristisch für die Portfoliostruktur der Gesellschaft. Die EPRA-Leerstandsquote liegt zum 30. September 2024 bei 8,1 % und verzeichnete damit im Vergleich zum Ende des Vorjahres eine marginale Zunahme (2023: 8,0 %)¹¹. In der Berechnung der Quote wird entwicklungsbedingter Leerstand nicht berücksichtigt. Hierbei handelt es sich um Flächen, die nicht neuvermietet werden können, bis

¹¹ WAULT und EPRA-Leerstandsquote per 30. September 2024.

das Objekt vollständig frei und somit in sanierungsfähigem Zustand ist. Über das gesamte Portfolio sind rd. 21,0 % der vermietbaren Flächen leerstehend.

142. Die Untergliederung des Portfolios auf die wesentlichen Standorte stellt sich zum 31. Dezember 2023 wie folgt dar.

alstria Office REIT-AG Wesentliche Standorte	Anzahl Objekte		Marktwert		Vermietbare Fläche		Jährliche Vertragsmiete	
	in Stück	in %	in Mio. €	in %	in m ²	in %	in Mio. €	in %
Hamburg	33	31,1%	1.314	32,9%	375.600	26,9%	64,4	32,8%
Düsseldorf	20	18,9%	661	16,6%	222.000	15,9%	34,6	17,6%
Frankfurt	10	9,4%	486	12,2%	133.400	9,6%	19,8	10,1%
Berlin	12	11,3%	366	9,2%	98.300	7,0%	14,2	7,2%
Stuttgart	6	5,7%	307	7,7%	168.300	12,1%	11,7	5,9%
Köln	4	3,8%	146	3,7%	59.300	4,3%	6,6	3,4%
Wiesbaden	3	2,8%	170	4,2%	26.800	1,9%	9,1	4,6%
Darmstadt	3	2,8%	156	3,9%	91.700	6,6%	10,2	5,2%
Essen	3	2,8%	139	3,5%	72.700	5,2%	9,2	4,7%
Sonstige Flächen	12	11,3%	243	6,1%	146.900	10,5%	16,9	8,6%
Summe	106	100,0%	3.989	100,0%	1.395.000	100,0%	196,6	100,0%

Quelle: *alstria*

Tabelle 5: Untergliederung des Portfolios auf die wesentlichen Standorte zum 31. Dezember 2023

143. Bei der obigen Aufstellung liegen, abweichend zur Gruppierung der Gesellschaft aller Objekte in fünf Regionen (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg und Stuttgart), die Objektadressen zugrunde. Ein wesentlicher Portfolioanteil mit 32,9 % bezogen auf den Marktwert des Portfolios, befindet sich in Hamburg. Zusammen mit den folgenden beiden Standorten Düsseldorf (16,6 %) und Frankfurt (12,2 %) beläuft sich der kumulierte Anteil der drei bedeutendsten Standorte auf 61,7 %. Insgesamt entfallen auf diese drei Standorte 63 der insgesamt 106 Objekte. Die bedeutendsten Standorte innerhalb der sonstigen Flächen sind Ratingen (1,7 %-Marktwertanteil), Mannheim (1,2 %-Marktwertanteil) und Karlsruhe (1,2 %-Marktwertanteil).

144. Die Untergliederung des Portfolios auf die wesentlichen Mietvertragsverhältnisse stellt sich wie folgt dar.

alstria Office REIT-AG Hauptmieter	Anteil an Jahresmieteinnahmen zum 31.12.2023
Stadt Hamburg	13,0%
Bundesanstalt für Immobilienaufgaben	5,0%
Mercedes-Benz AG	4,0%
Stadt Frankfurt	3,0%
GMG Generalmietgesellschaft	3,0%
HOCHTIEF AG	2,0%
Commerzbank AG	2,0%
Hamburger Hochbahn AG	2,0%
Deutsche Post Immobilien	2,0%
Stadt Berlin	2,0%

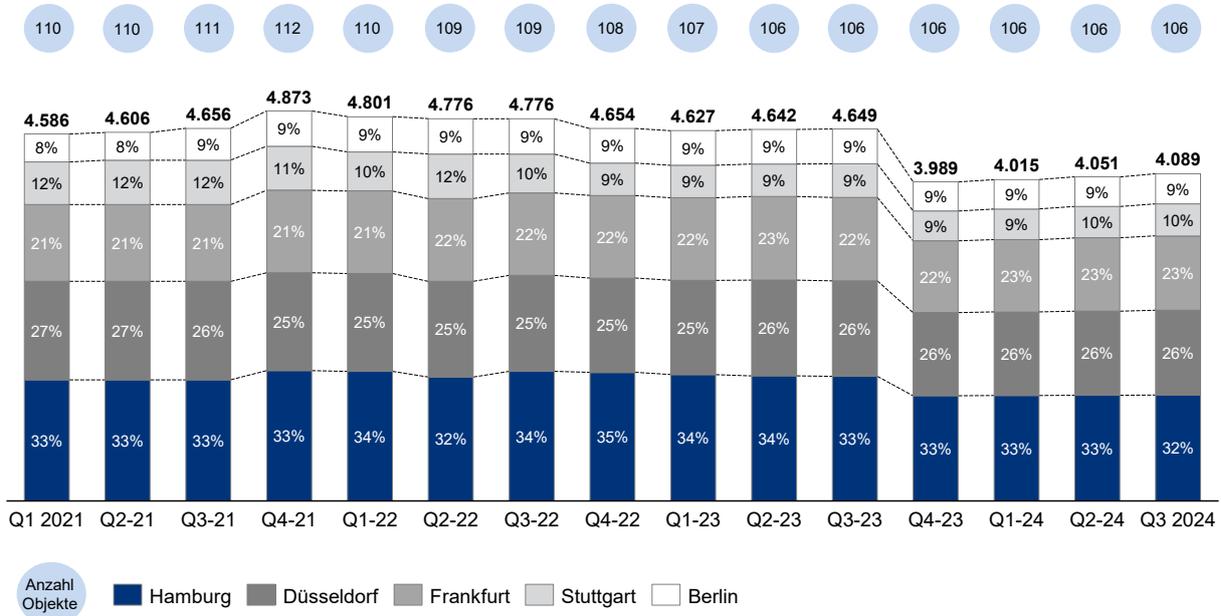
Quelle: *alstria, Geschäftsbericht 2023, S. 10*

Tabelle 6: Untergliederung des Portfolios auf die wesentlichen Standorte

145. Auf die Stadt Hamburg **entfallen** 13 % der Jahresmiete des Gesamtportfolios, gefolgt von der Bundesanstalt für Immobilienaufgaben mit 5 %. Insgesamt zeichnet sich die Mieterstruktur durch einen wesentlichen Anteil von Kommunen bzw. staatlichen Einrichtungen aus. Weitere bedeutende Mieter sind Großkonzerne aus den Bereichen Automotive, Telekommunikation, Baugewerbe, Bankenwesen und Logistik. Die Mieterstruktur zeichnet sich somit durch eine hohe Solvenz aus, wobei jedoch auch eine hohe Konzentration der Jahresmiete auf die Top-5-Mieter besteht (ca. 28 %-Anteil am Gesamtportfolio).

146. Im Folgenden ist die Entwicklung des Portfoliobestands der letzten drei Jahre dargestellt.

Immobilienportfolio nach Stadtregionen – Verkehrswerte in Mio. €



Quelle: alstria; IVA-Darstellung

Abbildung 5: Entwicklung des Immobilienportfolios der alstria nach Stadtregionen

147. Das Immobilienportfolio der alstria hat sich zwischen dem 31. März 2021 bis zum 30. September 2024 von 110 Objekten auf 106 Objekte verkleinert. Zuletzt wurden dabei im Jahr 2021 zwei neue Immobilien in Berlin und Frankfurt am Main erworben. Im Jahr 2022 wurden hingegen jeweils ein Objekt in Hamburg und Düsseldorf sowie zwei Objekte in Stuttgart veräußert. Auch im Geschäftsjahr 2023 erfolgten zwei Veräußerungen, die die Immobilien in der Amsinckstr. 34 in Hamburg und in der Mergenthalerallee 45-47 in Eschborn betrafen. Seitdem erfolgten keine weiteren Zu- oder Abgänge. Der Verkehrswert des Immobilienportfolios entwickelte sich kongruent zu den Immobilienankäufen bzw. -veräußerungen. Durch die Zukäufe im Jahr 2021 stieg der Wert des Gesamtportfolios von rd. 4.586 Mio. € auf rd. 4.873 Mio €. Infolge der Veräußerungen in den Jahren 2022 und 2023 sank der Gesamtwert um rd. 244 Mio. € auf rd. 4.649 Mio. € zum dritten Quartal 2023. Im vierten Quartal des Jahres 2023 kam es aufgrund von marktbedingten Preisanpassungen zu einer deutlichen Abwertung des Immobilienportfolios infolge des deutlichen gestiegenen Zinsniveaus. Der Portfoliowert sank durch die Neubewertung dabei auf rd. 3.989 Mio. €. Über das Jahr 2024 konnte jedoch aufgrund von Investitionen und Renovierungsmaßnahmen eine leichte Erholung beobachtet werden, der Gesamtwert des Portfolios stieg bis zum 30. September 2024 auf 4.089 Mio. € an. Die regionale Verteilung der Portfoliowerte ist über

den Beobachtungszeitraum relativ konstant geblieben. Zum dritten Quartal macht die Region Hamburg mit einem Verkehrswert von 1.324 Mio. € (32,4 %) den größten Anteil des Portfolios aus. Dahinter folgen die Regionen Düsseldorf (25,9 % des Portfoliowerts) und Frankfurt am Main (22,7 % des Portfoliowerts). Die Regionen Stuttgart und Berlin sind mit Verkehrswerten von 403 Mio. € (9,9 %) und 375 Mio. € (9,2 %) von untergeordneter Bedeutung.¹²

148. Zu Steuerungszwecken untergliedert die Gesellschaft das Portfolio in die Kategorien (i) **Bestandsportfolio** und (ii) **Entwicklungsportfolio**. In dem Bestandsportfolio sind die Objekte gruppiert, für die mittelfristig keine wesentlichen Sanierungsmaßnahmen geplant sind. Dabei kann es sich um Objekte handeln, für die erst langfristig Sanierungsmaßnahmen in Frage kommen – bspw. aufgrund der aktuellen Vermietungssituation – oder um Objekte, die bereits von der Gesellschaft saniert wurden und vom Entwicklungsportfolio in das Bestandsportfolio verschoben wurden. Im Entwicklungsportfolio sind die Objekte gruppiert, für die aktuell Sanierungsmaßnahmen durchgeführt werden (Bauphase) bzw. die durchzuführenden Sanierungsmaßnahmen sich in der Planung befinden (Planungsphase). Die Planungsphase erstreckt sich typischerweise über einen Zeitraum von 12 bis 18 Monaten und die Bauphase über einen Zeitraum von 18 bis 24 Monaten. Die Gesellschaft aktualisiert die Zuordnung der Objekte zum Bestands- bzw. Entwicklungsportfolio regelmäßig. Aktuell umfasst das Bestandsportfolio 85 Objekte und das Entwicklungsportfolio 21 Objekte.

¹² Die regionale Aufteilung in der Abbildung folgt der Berichtsstruktur der alstria. Die ausgewiesenen Regionen beschränken sich dabei nicht zwingend auf die namensgebenden Städte, sondern auf einen erweiterten Umkreis. Beispielsweise wird der Immobilienbestand in Köln in den Berichten der alstria der Region „Düsseldorf“ zugeordnet.

149. Die Übersicht der im Entwicklungsportfolio enthaltenen Objekte stellt sich wie folgt dar.

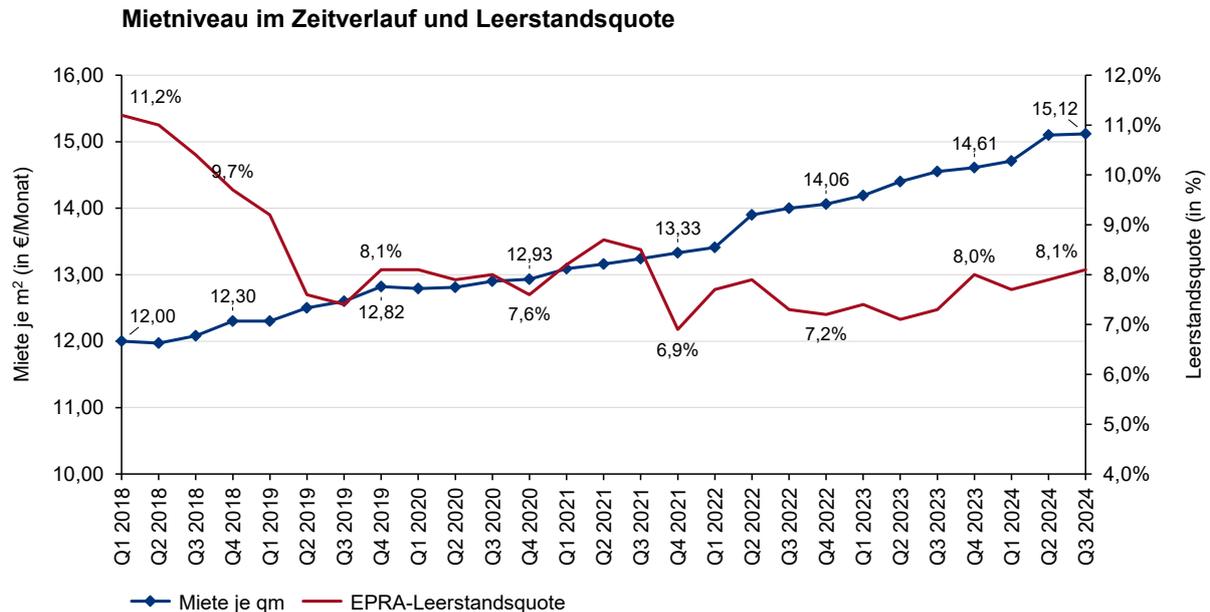
alstria Office REIT-AG	Stadt	Marktwert vor Refurbishment	Büromietfläche	CAPEX Gesamt	CAPEX Office
Objekt		Mio. €	m ²	Mio. €	€/m ²
In Entwicklung					
Epplestr. 225 (10)	Stuttgart	18,5	11.914	20,7	1.750
Epplestr. 225 (BT20)	Stuttgart	6,3	7.892	22,6	2.850
Friedrich-Scholl-Platz 1 (Part A)	Karlsruhe	7,0	5.933	24,9	4.200
Platz der Einheit 1	Frankfurt am Main	153,7	30.390	46,7	1.550
Gartenstr. 2	Düsseldorf	18,1	5.030	8,4	1.650
Handwerkstr. 4	Stuttgart	11,6	6.356	11,8	1.850
Uhlandstr. 85	Berlin	37,9	13.047	29,3	2.250
Summe Entwicklung		253,1	80.562	164,4	2.040
In Planung					
Lehrter Str. 17	Berlin	10,9	2.409	3,6	1.500
Hanauer Landstr. 161-173	Frankfurt am Main	22,9	15.486	35,3	2.300
Maxstr. 3a	Berlin	9,9	4.095	10,6	2.600
Ivo-Beucker-Str. 43	Düsseldorf	13,2	8.404	22,5	2.700
Epplestr. 225 (1)	Stuttgart	10,4	5.407	9,3	1.750
Epplestr. 225 (4)	Stuttgart	12,5	7.578	14,6	1.950
Epplestr. 225 (7)	Stuttgart	15,6	9.570	17,4	1.800
Epplestr. 225 (8)	Stuttgart	17,5	10.460	18,9	1.800
Epplestr. 225 (9)	Stuttgart	14,8	9.151	17,1	1.850
Epplestr. 225 (BT22)	Stuttgart	7,7	5.072	12,0	2.350
Summe Planung		135,4	77.632	161,3	2.080
Gesamt		388,5	158.194	325,7	2.060

Quelle: alstria, Präsentation: Additional Information 9M 2024, S. 6

Tabelle 7: Übersicht der im Entwicklungsportfolio enthaltenen Objekte zum 30. September 2024

150. Für die in der Entwicklungs- bzw. Planungsphase befindlichen Objekte wurden Capex-Maßnahmen in Höhe 164,4 Mio. € bzw. 161,3 Mio. € angesetzt. Das entspricht durchschnittlich 2.040 € pro m² bzw. 2.080 € pro m² vermietbarer Fläche. In Summe entfallen somit 325,7 Mio. € Capex-Maßnahmen auf das Entwicklungsportfolio. Der Marktwert der Objekte im Entwicklungsportfolio vor Durchführung der Maßnahmen i.H.v. 388,5 Mio. € entspricht ca. 9,5 % des Marktwerts des Gesamtportfolios.

151. In der folgenden Abbildung wird die Entwicklung des Mietniveaus der alstria Immobilien dem Leerstand derselben gegenüber dargestellt.



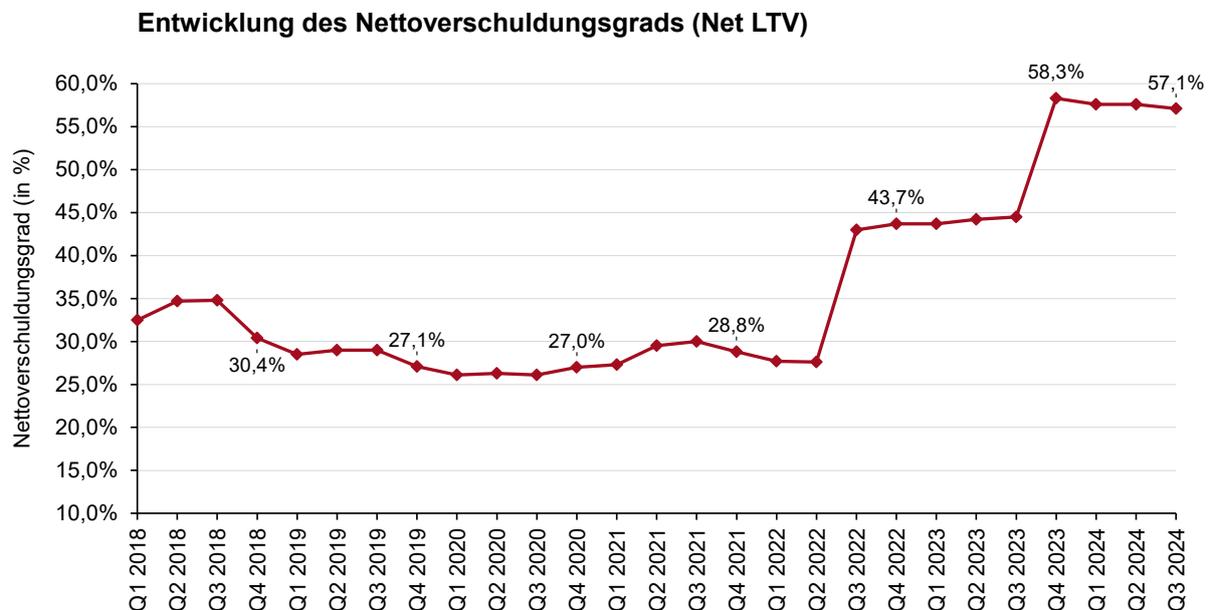
Quelle: alstria; IVA-Darstellung

Abbildung 6: Durchschnittliches Mietniveau der Immobilien der alstria und Leerstandsquote zwischen 2018 bis Q3 2024

152. Anhand der Entwicklung der durchschnittlichen Miete je m² der letzten sechs Jahre verdeutlicht sich die Strategie der alstria. Durch den Ankauf von sanierungsfähigen Immobilien und die Entwicklung dieser sowie durch die fortwährende Fokussierung auf Immobilien in erstklassigen Lagen in den großen Wirtschaftszentren Deutschlands konnte das Mietniveau ausgehend von einem Preis von 12,00 € je m² im ersten Quartal 2018 auf 15,12 € je m² zum dritten Quartal 2024 gesteigert werden. Während der Pandemiejahre 2020 und 2021 konnten durch Bestandsverträge stabile Mieteinnahmen generiert werden, das Mietniveau stagnierte allerdings im Vergleich zu den Vorjahren aufgrund der schwachen Marktnachfrage insbesondere für Büroimmobilien. Mit Erholung der Wirtschaftslage und dem Wegfallen der pandemiebedingten Einschränkungen stieg auch die Büroflächennachfrage in der Folgezeit wieder an. Insbesondere im Frühjahr 2022 ist dabei ein deutlicher Anstieg der durchschnittlichen Miete von 13,41 € je m² im ersten Quartal auf 13,90 € je m² im zweiten Quartal verzeichnet worden. Dieser Anstieg ist vor allem auf vertraglich verankerte Inflationsklauseln zurückzuführen. Mit Ausbruch des Ukraine-Kriegs und dem in der Folge stark gestiegenem Inflationsniveau erhöhten sich auch die Mieteinnahmen entsprechend deutlich. Im zweiten Quartal 2024 ist ein weiterer deutlicher Anstieg des Mietniveaus zu beobachten, der ebenfalls auf vertraglich vereinbarte Mietindexierungen sowie auf den Abschluss neuer Mietverträge zurückzuführen ist. Die Leerstandsquote konnte im Beobachtungszeitraum ausgehend von einem Niveau von 11,2 % zum ersten Quartal 2018

um rd. 3,1 Prozentpunkte auf 8,1 % gesenkt werden (Q3 2024). Der Median lag in diesem Zeitraum bei 7,9 %.

153. Neben der ertragsseitigen Entwicklung ist für die alstria als Real Estate Investment Trust (REIT) die Finanzierungssituation und Kapitalstruktur aufgrund der REIT-Vorgaben von wesentlicher Bedeutung. Als Voraussetzungen für den REIT-Status gilt in Deutschland unter anderem das Einhalten einer Mindesteigenkapitalquote i.H.v. 45 %. Wird dieser Grenzwert unterschritten, droht Immobilienunternehmen wie der alstria die Aberkennung des REIT-Status und somit der Verlust seiner steuerlichen Vorteile.
154. In der folgenden Abbildung ist die Entwicklung des Nettoverschuldungsgrads der alstria in den letzten sechs Jahren dargestellt.



Quelle: alstria; IVA-Darstellung

Abbildung 7: Entwicklung des Nettoverschuldungsgrads der alstria von 2018 bis Q3 2024

155. In den Jahren 2018 bis 2021 konnte die alstria den internen Zielwert für ihre Nettoverschuldung von 35,0 % dauerhaft einhalten. Nachdem die Quote im dritten Quartal 2018 mit 34,8 % einen zwischenzeitlichen Höchststand erreichte, wurde die Quote zum 30. März 2019 auf 28,5 % gesenkt. Auf diesem Niveau konnte sie in den Folgejahren konstant gehalten werden, zum 30. Juni 2022 betrug die Nettoverschuldung 27,6 %. Mit der im Februar 2022 abgeschlossenen Übernahme durch die Brookfield Corporation, die ab dem Zeitpunkt rd. 92,0 % der Aktien hielt, wurde die Finanzierungsstrategie jedoch maßgeblich verändert. Die neue Strategie sieht eine Erhöhung der Verschuldung und einen Zielwert für den

Nettoverschuldungsgrad von rd. 50,0 % bis 55,0 % vor. Infolgedessen kündigte der Vorstand der alstria zum 8. April 2022 die Absicht an, Fremdkapital in Höhe von bis zu 850 Mio. € aufzunehmen zu wollen. Hierzu sollten besicherte oder unbesicherte Finanzierungsinstrumente, wie Bankkredite oder Unternehmensanleihen, dienen. Die daraus erzielten Erlöse sollten wiederum, vorbehaltlich der Entscheidung der Hauptversammlung, zur Rückführung von Kapital an die Aktionäre i.H.v. rd. 1 Mrd. € verwendet werden – entweder in Form eines Aktienrückkaufs oder einer Sonderausschüttung. Im Rahmen dieser Planung schloss die Gesellschaft im Juli und August 2022 Kredit- und Finanzierungsvereinbarungen über insgesamt rd. 760 Mio. € ab. Die eingenommenen Fremdmittel wurden zum 1. September 2022 in Form einer Sonderdividende von insgesamt 750 Mio. € (4,21 € je dividendenberechtigter Stückaktie) ausgeschüttet. Der Nettoverschuldungsgrad stieg entsprechend signifikant an und erreichte zum 30. September 2022 ein Niveau von 43,0 %. Im vierten Quartal des Jahres 2023 ist nochmals ein Sprung der Nettoverschuldung von 44,5 % (Q3) auf 58,3 % zu beobachten. Diese Veränderung ergibt sich neben der Abwertung des Immobilienportfolios aus der Zahlung einer weiteren Sonderdividende i.H.v. rd. 250 Mio. € (1,41 € je dividendenberechtigter Stückaktie), die auf der außerordentlichen Hauptversammlung vom 1. Dezember 2023 beschlossen wurde.

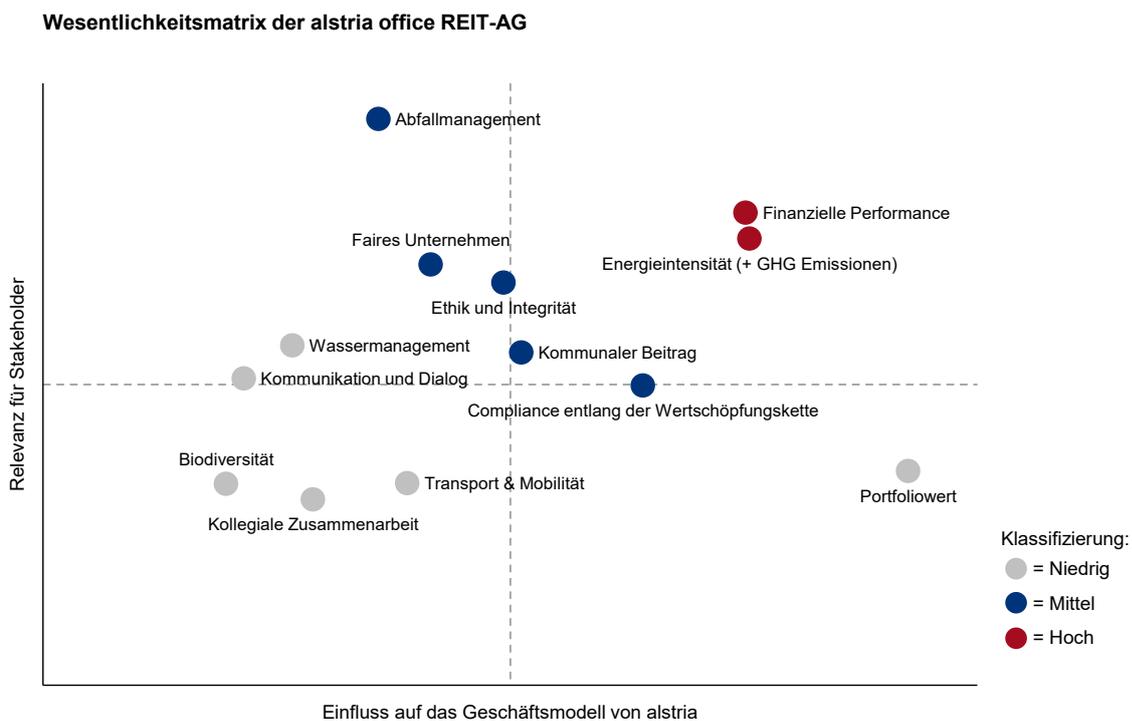
3. ESG-Rahmenbedingungen sowie wesentliche Nachhaltigkeitsthemen für die alstria

156. Das Geschäftsmodell der alstria und die darin integrierte ESG-Strategie basieren auf drei zentralen Säulen:
- **Nutzung des vorhandenen Gebäudebestands:** alstria setzt auf den Erhalt und die Modernisierung bestehender Immobilien als ressourcenschonende Alternative zum Neubau. Die ESG-Strategie beruht auf der Überzeugung, dass „Modernisieren und Revitalisieren“ einen deutlichen CO₂-Vorteil gegenüber „Abriss und Neubau“ bietet. Ein Kerngedanke ist dabei das Konzept des Embodied Carbon – also die Berücksichtigung der CO₂-Emissionen, die in den Materialien wie Stahl und Beton bereits gebunden sind. Je mehr dieser Materialien bei der Sanierung erhalten bleiben, desto geringer der ökologische Fußabdruck. Im Nachhaltigkeitsbericht nennt alstria eine vorteilhafte Differenz von mehr als 700 kg CO₂-Äquivalente pro m². Diese lebenszyklusorientierte Betrachtung wird nicht von allen Marktteilnehmern geteilt, ist jedoch zentraler Bestandteil der Strategie von alstria.
 - **Effizienzsteigerung:** Ein weiterer Schwerpunkt liegt auf der energetischen Sanierung der Bestandsgebäude. Durch den Einsatz von moderneren Materialien mit niedrigem CO₂-Fußabdruck soll so die Energieeffizienz gesteigert werden.
 - **Einsatz erneuerbarer Energien:** alstria treibt die Umstellung auf nachhaltige Energien konsequent voran, was sich in einem Ausstieg aus fossilen Energien und einem verstärkten Einsatz erneuerbarer Energiequellen äußert.
157. Durch die gezielte Verbindung von Modernisierung, Effizienzsteigerung und dem Einsatz erneuerbarer Energien schafft alstria ein nachhaltiges Geschäftsmodell, das den gesamten Lebenszyklus von Immobilien berücksichtigt und dabei klare ökologische Vorteile bietet.
158. Entlang der Wertschöpfungskette stellen sich die Eckpfeiler der ESG-Strategie wie folgt dar: alstria besitzt ein Bestandsportfolio, das überwiegend aus Büroimmobilien besteht. Dabei wurden gezielt Immobilien mit Optimierungsbedarf ausgewählt („**Buy**“), um Wertsteigerungen durch Modernisierungen zu realisieren. Das Unternehmen sucht zudem kontinuierlich nach entsprechenden Zukaufopportunitäten im Markt. „**Manage**“ beschreibt das Property- und Asset-Management, mithilfe dessen sowohl die Performance-Kennzahlen der einzelnen Objekte als auch des Gesamtportfolios kontinuierlich optimiert werden. Dies geschieht im Rahmen eines strukturierten Verbesserungsprozesses. Bei Immobilien mit erheblichem Renovierungsbedarf setzt alstria auf Projektentwicklung im Bestand („**Refurbish**“). Diese umfasst umfangreiche Maßnahmen, wie beispielsweise die Optimierung der Gebäudehülle,

den Austausch von Fenstern, energetische Modernisierungen oder die Verbesserung der technischen Ausstattung. Der letzte Wertschöpfungsschritt besteht im Verkauf („**Sell**“), dabei werden die im Rahmen der Modernisierungsstrategie geplanten Wertsteigerungen realisiert. Dies geschieht unter anderem durch den gezielten Verkauf von optimierten Immobilien.

Wesentlichkeitsanalyse bei alstria

159. Die Nachhaltigkeitsberichte von alstria basieren auf Wesentlichkeitsanalysen gemäß den Standards der „Global Reporting Initiative“ (GRI).¹³ Ziel der Wesentlichkeitsanalyse ist es, die wichtigsten ESG-Themen für das Unternehmen herauszustellen. Die identifizierten Themen und ihre Priorisierungen werden häufig in den Publikationen in Form einer Matrix dargestellt. In der folgenden Abbildung ist die Wesentlichkeitsmatrix der alstria dargestellt.¹⁴



Quelle: alstria, Nachhaltigkeitsbericht 2022/2023, S.78; IVA-Darstellung

Abbildung 8: Wesentlichkeitsmatrix der alstria

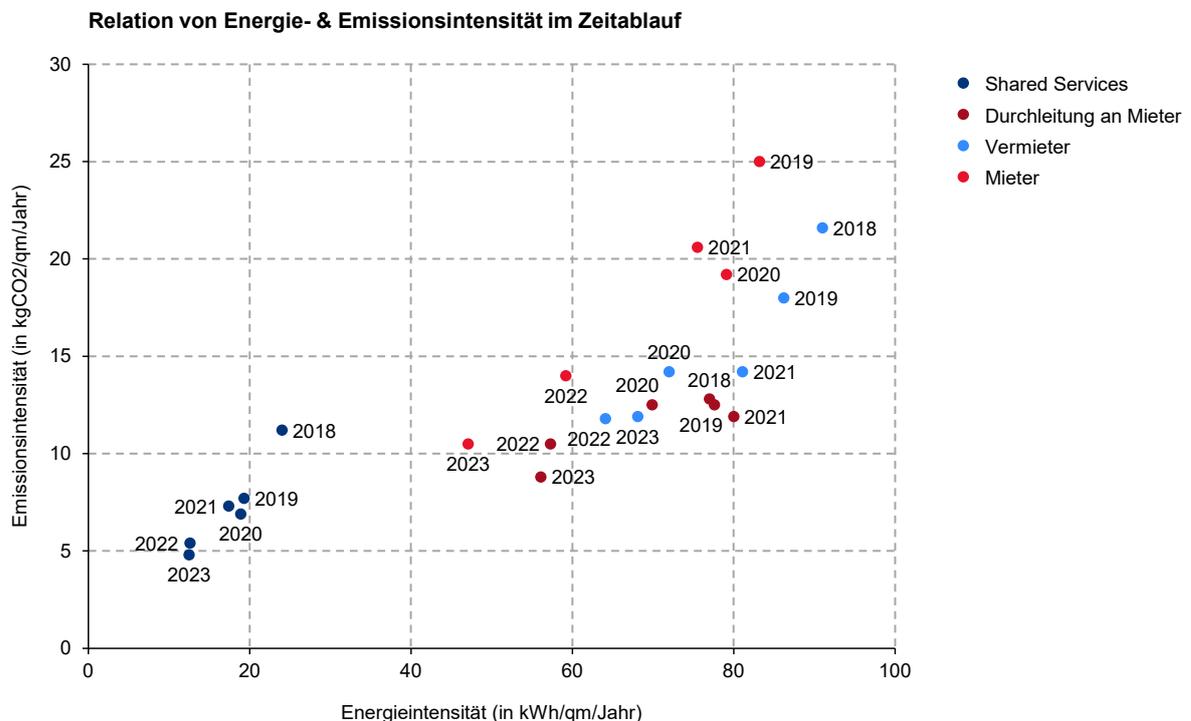
¹³ Die Standards von GRI werden von über 14.000 Unternehmen aus mehr als 100 Ländern angewendet und stellen somit eines der anerkanntesten Rahmenwerke im Bereich der Nachhaltigkeitsberichterstattung dar.

¹⁴ In der Originalmatrix aus dem Nachhaltigkeitsbericht der Gesellschaft wurden die Themen anhand von Isoquanten in „Hoch“, „Mittel“ und „Niedrig“ eingeteilt.

160. Gemäß der Wesentlichkeitsanalyse haben „Finanzielle Performance“, „Energieintensität & GHG-Emissionen“ (Treibhausgasemissionen; engl.: Greenhouse Gas Emissions, GHG) und der „Portfoliowert“ den größten Einfluss auf das Geschäftsmodell (Dimension der X-Achse in der obigen Grafik). Die Y-Achse, „Relevanz für Stakeholder“ lassen wir unbeachtet, da die Interessenlagen der verschiedenen Stakeholder unterschiedlich sind und finanzielle Stakeholder nur eine Teilmenge der breit gefächerten Gesamtheit der Stakeholder bilden. Während finanzielle Aspekte in den weiteren Abschnitten des Gutachtens vielfältig behandelt werden, fokussiert sich die ESG-Analyse im Folgenden auf die Themen Energie und Emissionen.

Energieintensität und GHG-Emissionen – zwei Säulen der wesentlichen Themen

161. Das wesentliche Thema „Energieintensität und GHG-Emissionen“ lässt sich unterteilen in die zwei Unternehmen Energieintensität und GHG-Emissionen. Wir fokussieren auf Intensitäten, da sie aufgrund der Umrechnung auf Quadratmeter („qm“) am ehesten in Zeitreihen vergleichbar sind: Sie werden in der folgenden Grafik im Jahresvergleich von 2018 bis 2023 dargestellt. Die Energieintensität wird dabei in Kilowattstunden je m² vermietbarer Fläche und die Emissionen in Kilogramm CO₂ je m² vermietbarer Fläche abgebildet.



Quelle: alstria, Nachhaltigkeitsberichte & Sustainability Performance Data 2023; IVA-Darstellung

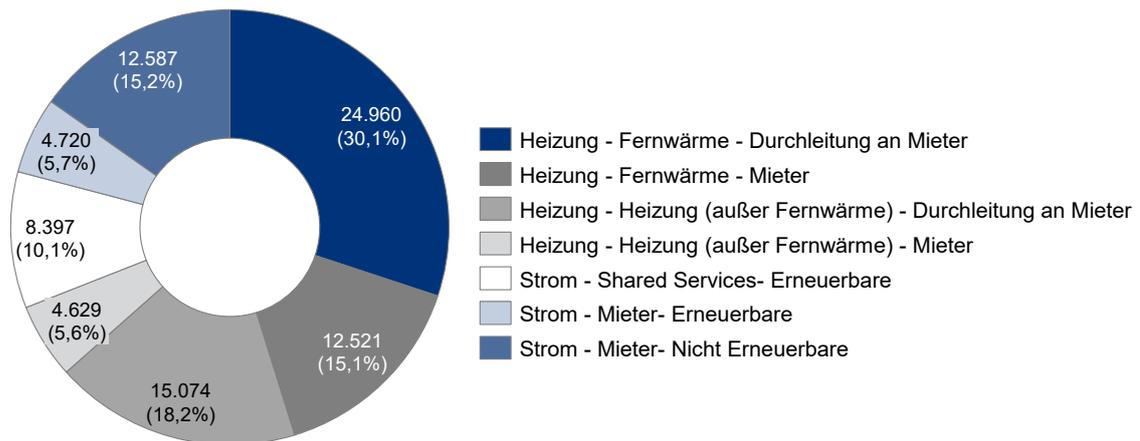
Abbildung 9: Relation von Energie- und Emissionsintensität für das Portfolio der alstria im Zeitablauf

162. Um die Umweltindikatoren vor dem Hintergrund des Geschäftsmodells besser zu analysieren, werden die Flächen des Immobilienportfolios in vier Kategorien unterteilt: „Shared Services“ beschreibt Flächen und deren Energieverbrauch sowie daraus entstehende Emissionen, die sich auf gemeinsam genutzte Büroflächen innerhalb eines Gebäudes beziehen. „Durchleitung an Mieter“ umfasst Energie, die alstria für Mieter einkauft und an diese weiterleitet. Energie, die hingegen direkt von Mietern bezogen wird, wird unter „Mieter“ zusammengefasst. Schlussendlich wird der Energieverbrauch auf ausschließlich eigengenutzte Flächen sowie die zugehörigen Emissionen als „Vermieter“ kategorisiert. Für alle vier Flächenkategorien zeigt sich im Jahresvergleich von 2018 bis 2023 ein klarer Trend: aus der Durchführung von energietechnischen Sanierungsmaßnahmen resultiert eine maßgebliche Verbesserung sowohl der Energie- als auch der Emissionsintensitäten. Graphisch gesprochen wandern die Datenpunkte pro kategorisierte Gruppe (siehe Legende in der Grafik oben) im Zeitverlauf immer näher zum Ursprung der Matrix, d.h. es wurden Fortschritte bei den Energie- und Emissionskennzahlen erzielt. Während beispielsweise im Jahr 2018 für „Shared Services“-Flächen noch eine Emissionsintensität von rd. 11 kg CO₂-Emissionen je m² und eine Energieintensität von rd. 22 kWh je m² vorlag, lagen die beiden Kennzahlen im Jahr 2023 bei rd. 5 kg CO₂-Emissionen je m² und 15 kWh je m². Die Grafik oben zeigt insbesondere die Notwendigkeit von erfolgreichen energetischen Maßnahmen zur Erreichung von Klimazielen durch die Reduzierung von CO₂ pro vermietetem Quadratmeter.
163. Die Verbindung von Energieintensität und Emissionen ist für alstria von zentraler Bedeutung, da sie wesentliche Auswirkungen auf das Geschäftsmodell hat. So ist die Mieternachfrage aufgrund von gesellschaftlichen Entwicklungen geprägt von einer steigenden Nachfrage nach klimafreundlichen Gebäuden mit niedrigen Nebenkosten für Energie. Zudem beeinflussen potenzielle Kosten durch CO₂-Regulierungen die langfristige Planung des Unternehmens. Auch der Investitionsbedarf hängt maßgeblich vom Ambitionsgrad bei energietechnischen Modernisierungen ab (siehe oben beschriebene Korrelation von Energie- und Emissionsintensität).

Energiekennzahlen im Immobilienportfolio

164. In der folgenden Abbildung ist die Verteilung des Energiebedarfs des Immobilienportfolios für das Jahr 2023 dargestellt.

Portfolio: Detaillierter Energiemix 2023 (in MWh)



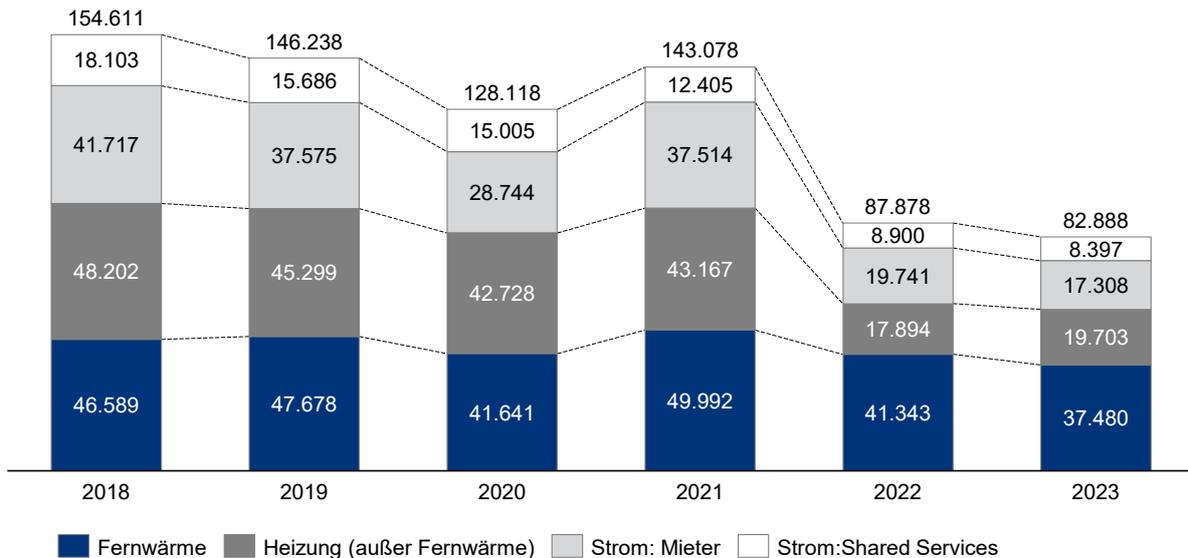
Quelle: alstria, Sustainability Performance Data 2023; IVA-Darstellung

Abbildung 10: Detaillierter Energiemix des Portfolios der alstria im Jahr 2023

165. Der Energieverbrauch des Immobilienportfolios unterteilt sich in Energiebedarf für Heizung und für Strom. Über das Portfolio hinweg werden dabei rd. 69 % (57.184 MWh) der Energie für das Heizen und rd. 31 % (25.704 MWh) für Strom verwendet. Heizenergie wird vor allem über Fernwärme bezogen, die Energiequelle hat einen Anteil von rd. 45,2 % am Gesamtenergiebedarf (65,5 % des Heizenergiebedarfs). Fossile Heizenergie spielt mit rd. 18 % am gesamten Energiebedarf (34,5 % des Heizenergiebedarfs) hingegen nur eine vergleichsweise geringe Rolle. Der Strombedarf der alstria wird zu rd. 51,0 % aus erneuerbaren Energiequellen bezogen. Fossile Energiequellen werden somit nur geringfügig überwogen. In Bezug auf den Gesamtenergiebedarf hat der Stromverbrauch aus erneuerbaren Quellen einen Anteil von 15,8 %. Insgesamt verdeutlichen die Kennzahlen die starke Fokussierung des Immobilienportfolios auf Fernwärme und die geringe Abhängigkeit von fossilen Energieträgern beim Heizen. Für ein Immobilienunternehmen ist Fernwärme aus Umweltperspektive besonders vorteilhaft, wenn deren Erzeugung klimafreundlich ist und das Unternehmen Zugang zu modernen, effizienten Fernwärmenetzen hat. Fernwärme kann direkte und indirekte Emissionen beim bilanzierenden Immobilienunternehmen reduzieren. Dies verdeutlicht sich im Rahmen der Analyse der CO₂-Emissionen der alstria in den folgenden Ausführungen (vgl. Tz. 172). Dort wird ersichtlich, dass der relativ große Anteil an Fernwärme im Energiemix einen deutlich unterproportionalen Beitrag zu den Emissionen liefert.

166. Die folgende Grafik zeigt die Entwicklung des Energiebedarfs des Immobilienportfolios der alstria in den Jahren 2018 bis 2019.

Portfolio-Energieverbrauch in MWh: Verteilung nach Strom & Heizenergie

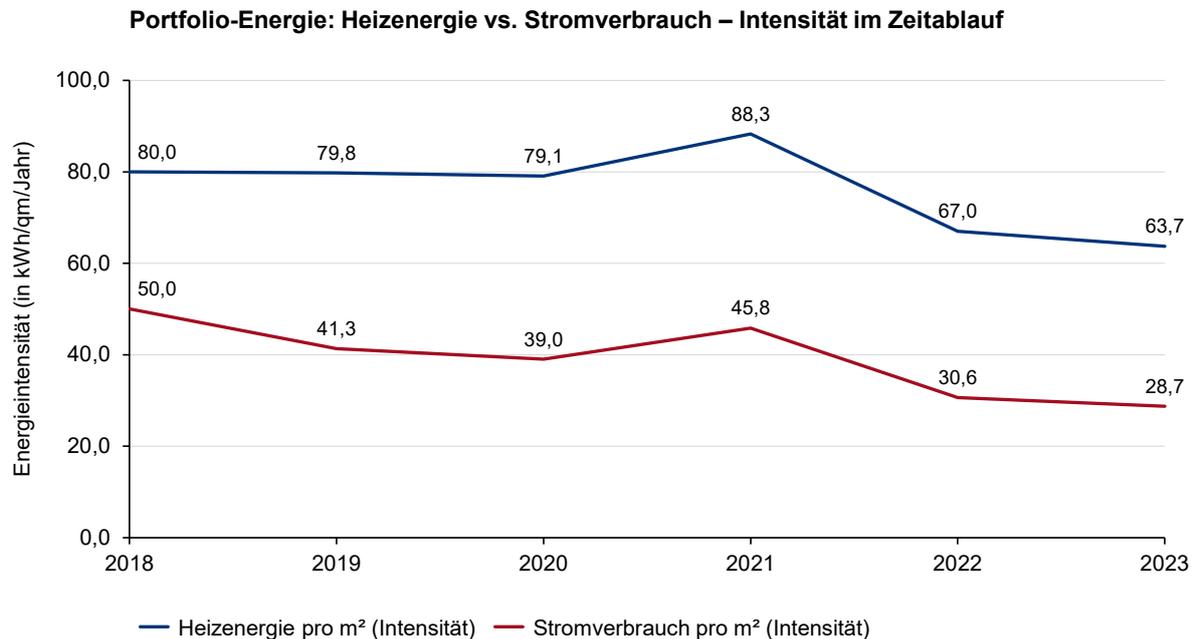


Quelle: alstria, Sustainability Performance Data 2023; IVA-Darstellung

Abbildung 11: Entwicklung des Energiebedarfs des Portfolios der alstria in den Jahren 2018 bis 2023

167. Zwischen den Jahren 2018 und 2023 konnte die alstria den Energiebedarf ihres Immobilienportfolios ausgehend von rd. 154.611 MWh um rd. 71.723 MWh auf ein Niveau von 82.888 MWh senken. Dies entspricht einer Reduzierung von 46,4 %. Der Rückgang ist neben energietechnischen Modernisierungsmaßnahmen auch in der Verkleinerung des Portfolios begründet. Im genannten Zeitraum verringerte sich die Immobilienzahl des alstria Portfolios von 118 auf 106 Objekte bzw. von 1.577.000 m² vermietbarer Fläche auf 1.394.000 m² vermietbarer Fläche.

168. Um die Auswirkung von Portfolioverkleinerungen auszublenden und eine belastbare Aussage über die Entwicklung des Energiebedarfs treffen zu können, hilft die Betrachtung von Energieeffizienzzahlen. Nachfolgend ist die Entwicklung der Energieintensität des alstria Portfolios nach Energieart für die Jahre 2018 bis 2023 dargestellt.



Quelle: alstria, Nachhaltigkeitsberichte & Sustainability Performance Data 2023; IVA-Darstellung

Abbildung 12: Entwicklung der Energieintensität des Portfolios der alstria in den Jahren 2018 bis 2023

169. Sowohl in Bezug auf Heizenergie als auch Stromverbrauch verzeichnete das alstria Portfolio deutliche Effizienzsteigerungen. Die Heizenergie-Intensität konnte ausgehend von 80,0 kWh je m² im Jahr 2018 um rd. 20,4 % auf 63,7 kWh je m² im Jahr 2023 gesenkt werden. Die Intensität im Stromverbrauch konnte im selben Zeitraum um 42,6 % reduziert werden, sodass sie im Jahr 2023 bei rd. 28,7 kWh je m² liegt. Diese Entwicklung unterstreicht – neben Mixeffekten durch die Veränderung des Portfolios – den Erfolg der Maßnahmen der alstria zur Energieoptimierung ihrer Bestände.

Emissionskennzahlen im Portfolio

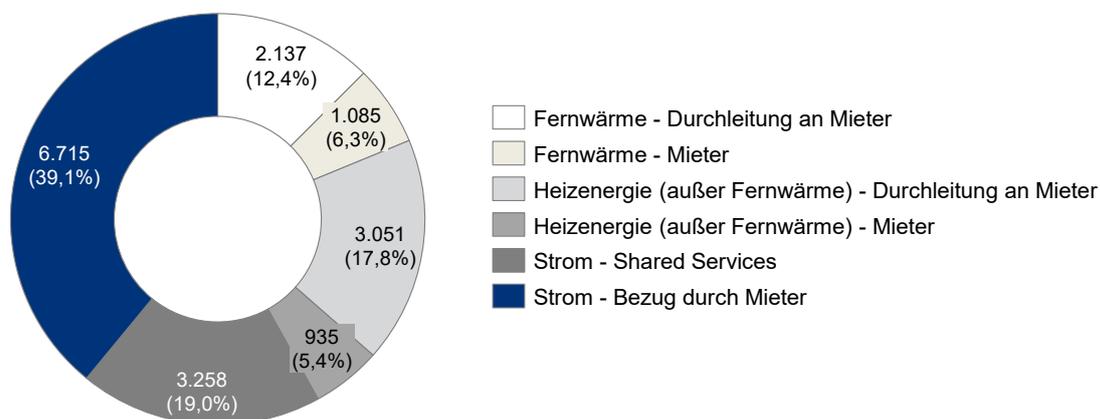
170. Emissionskennzahlen werden in der Nachhaltigkeitsberichterstattung typischerweise nach dem Greenhouse Gas Protocol in drei Kategorien („Scopes“)¹⁵ eingeteilt, die den Verursachungsgrad bzw. den Einfluss der Gesellschaft auf die Emissionen abbilden. Wir betrachten nachfolgend die gesamten Emissionen entlang der Wertschöpfungskette, die sogenannten Scope 1 bis 3 Emissionen. Bei der Berechnung von Emissionskennzahlen werden typischerweise die folgenden zwei Kategorien unterschieden: **Standortbasierte („location-based“)** Emissionen basieren auf regionalen Statistiken zur Stromerzeugung, wie zum Beispiel für Deutschland, und sind unabhängig von individuellen Entscheidungen für

¹⁵ Scope 1: standortbasiert, Scope 2: marktbasierend (Energie), Scope 3: marktbasierend (Lieferkette).

grünen Strom. **Marktbasierte** („market-based“) Emissionen beziehen hingegen Entscheidungen wie den Einkauf von Ökostrom mit ein. Die folgenden Analysen konzentrieren sich auf den standortbasierten Ansatz, um Effizienzsteigerungen bei der Energieintensität unverfälscht darzustellen. Durch alleinigen Zukauf von grünem Strom könnten Emissionswerte zwar verbessert, jedoch die Energieeffizienz-Korrelation verzerrt werden (d.h. der Energieverbrauch würde sich nicht verändern, sondern nur die Art der zugekauften Energie ohne Optimierung des Energieverbrauchs).

171. In der folgenden Abbildung ist die Verteilung der Emissionen des Immobilienportfolios für das Jahr 2023 dargestellt.

Portfolio: Detaillierter Mix der Emissionen 2023 (in Tonnen CO₂-Äquivalente) – Scope 1 bis 3

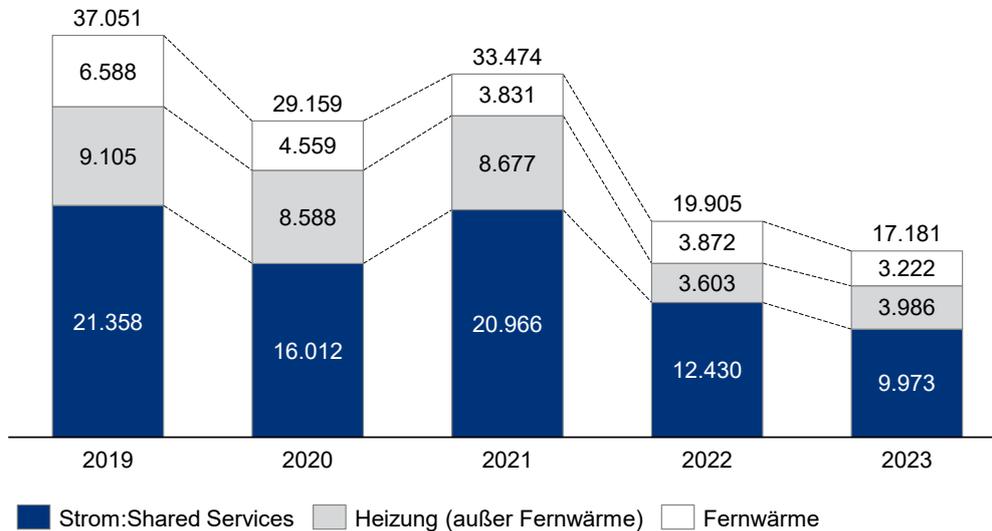


Quelle: alstria, Sustainability Performance Data 2023; IVA-Darstellung

Abbildung 13: Detaillierter Mix der Emissionen des Portfolios der alstria im Jahr 2023

172. Mit rd. 58,0 % der Gesamtemissionen (Scope 1–3, ohne Verwaltung) hat Strom einen deutlich größeren Anteil an den Emissionen des Portfolios als der Bereich Heizen. Fernwärme verursacht derweil nur rd. 18,8 % der Gesamtemissionen, während sonstige Heizenergie für rd. 23,2 % verantwortlich ist. Vor dem Hintergrund der Verteilung des Energiebedarfs der Gesellschaft (vgl. Tz. 165) wird hierdurch erneut die Ausrichtung auf nachhaltige Energiequellen deutlich. Während Fernwärme knapp die Hälfte des Energiebedarfs und den Großteil des Heizenergiebedarfs abdeckt, entsteht mit 18,8 % nur ein kleiner Anteil der Emissionen (siehe oben Darstellung der Vorteilhaftigkeit von Fernwärme beim Energiemix).
173. In der nachstehenden Abbildung wird die Entwicklung der Portfolio-Emissionen der alstria in den Jahren 2019 bis 2023 dargestellt.

Portfolio-Emissionen: Energieverbrauch in MWh nach Strom & Heizenergie im Zeitablauf – Scope 1 bis 3

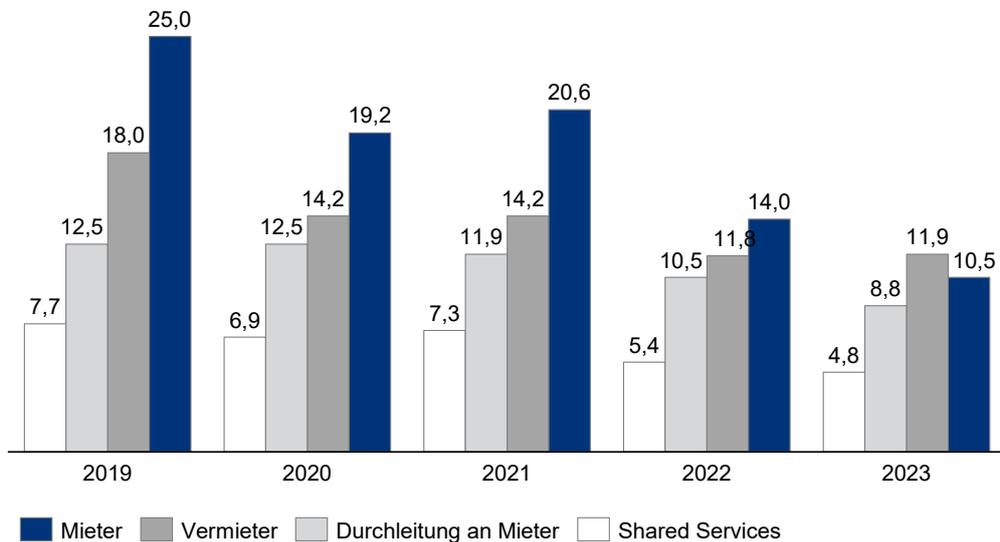


Quelle: alstria, Nachhaltigkeitsberichte & Sustainability Performance Data 2023; IVA-Darstellung

Abbildung 14: Entwicklung der Emissionen des Portfolios der alstria in den Jahren 2019 bis 2023

174. Im Jahr 2019 verursachte das Portfolio der alstria über Scope 1 bis 3 insgesamt Emissionen von rd. 37.051 Tonnen („t“) CO₂-Äquivalenten. Bis zum Jahr 2023 konnten die Gesamtemissionen dabei um 53,6 % auf rd. 17.181 t CO₂-Äquivalente gesenkt werden. Diese Reduzierung ist wie zuvor beschrieben (vgl. Tz. 167) neben energie- und emissionstechnischen Optimierungen auch auf die Verkleinerung des Portfolios zurückzuführen. Die Emissionen beider Energiequellen (Fernwärme und sonstige Heizenergie) sinken nach 2021 deutlich. Gleichzeitig näherten sich die Werte stark an. Insgesamt sanken die Emissionen aus sonstiger Heizenergie (überwiegend fossil) von rd. 9.105 t CO₂-Äquivalente im Jahr 2019, auf rd. 3.986 t CO₂-Äquivalente im Jahr 2023. Die Entwicklung verdeutlicht den Fortschritt in der Reduktion von Emissionen und eine Angleichung der verschiedenen Heizenergieträger – insbesondere in Richtung des für das Portfolio vorteilhaften Anteils an Fernwärme.
175. Analog zu den Energiekennzahlen sollten bei der Analyse der Emissionen die Veränderungen der Portfoliogröße berücksichtigt werden, um belastbare Aussagen über die Emissionsentwicklung treffen zu können. Entsprechend wird im Folgenden die Emissionsintensität des Portfolios nach Bezugsquellen in den Jahren 2019 bis 2023 dargestellt.

Portfolio-Emission: Energieverbrauch (in kgCO₂e/qm/Jahr) – Intensität pro m² nach Bezugsquellen im Zeitablauf – Scope 1 bis 3



Quelle: alstria, Nachhaltigkeitsberichte & Sustainability Performance Data 2023; IVA-Darstellung

Abbildung 15: Entwicklung der Emissionen des Portfolios der alstria in den Jahren 2019 bis 2023

176. Die Analyse der Emissionen nach Bezugsquellen zeigt deutliche Fortschritte bei der Effizienz. Im Vergleich zum Jahr 2019 konnte eine Reduktion der Emissionsintensität um 43,0 % auf rd. 36,0 kg CO₂-Äquivalente pro m² im Jahr 2023 realisiert werden. Die größte Effizienzsteigerung konnte für Mieterflächen erzielt werden, hier sank der Wert von 25,0 kg CO₂-Äquivalente pro m² auf 10,5 kg CO₂-Äquivalente pro m². Diese Erfolge lassen sich zum einen auf Maßnahmen im Property- und Asset-Management zurückführen, die eine kontinuierliche Verbesserung der Bestandsobjekte fördern. Zum anderen sorgen energetische Sanierungen für Fortschritte bei der Energieeffizienz. Obwohl die Ergebnisse auf Verbesserungen hinweisen, ist eine exakte Zurechnung der erzielten Effizienzgewinne auf einzelne Maßnahmen und Managementansätze schwierig. Dennoch belegen die Trends den Erfolg der strategischen Ansätze im Gebäudemanagement und der nachhaltigen Sanierungen.
177. Ein zentraler Bestandteil der ESG-Strategie von alstria ist die Bewertung von "Embodied Carbon" – dem in Baumaterialien gebundenen Kohlenstoff. Diese Überlegung spielt eine entscheidende Rolle bei der Abwägung zwischen Modernisierung und Neubau. Anhand konkreter Objekte aus dem Portfolio hat das Management die Vorteile einer Modernisierung dargelegt. Die nachfolgende Tabelle stellt diese Analyse dar.

Beispiel für Projektentwicklungen im Bestand	Lage der Projekte	Vermietbare Fläche [m ²]	Umbauzeit [Monate]	Neu: "Embodied Carbon"		Wiederverwert: "Embodied Carbon"	
				[tCO ₂ e]	[tCO ₂ e]	[tCO ₂ e]	[tCO ₂ e]
Augusta Grand	Augustaanlage 60, Mannheim	4.400	42	1.810	2.600		
GNS-4	Gustav-Nachtigal-Str. 4, Wiesbaden	3.100	18	440	2.670		
Friedrichs	Friedrich-Scholl-Platz 1, Karlsruhe	6.300	33	2.590	3.720		
Adlersstraße	Adlerstr. 63, Düsseldorf	2.900	18	780	2.090		
GNS-3	Gustav-Nachtigal-Str. 3, Wiesbaden	18.400	45	4.970	13.440		
Carl Reibe	Carl-Reiß-Platz 1, Mannheim	8.500	54	3.830	4.680		
Carl Living	Carl-Reiß-Platz 2, 3, 4, Mannheim	5.300	63	3.130	2.180		
GNS-5	Gustav-Nachtigal-Str. 5, Wiesbaden	7.600	21	2.510	5.100		
Sternhöhe Building 2	Epples tr. 225, Stuttgart	12.500	30	3.110	9.320		
Sternhöhe Building 5	Epples tr. 225, Stuttgart	8.800	36	2.200	6.600		
Sternhöhe Building 6	Epples tr. 225, Stuttgart	12.600	36	3.130	9.380		
Maez-Haus	Corneliusstr. 36, Düsseldorf	800	18	220	590		
Gesamt				28.720	62.370		

Quelle: alstria, Nachhaltigkeitsbericht 2022/2023, S.31; IVA-Darstellung

Tabelle 8: Kennzahlen zum Embodied Carbon für ausgewählte Projektentwicklungen der alstria

178. Die Analyse listet einzelne Objekte des Entwicklungsportfolios und ihre Merkmale, wie den Standort, vermietbare Fläche und die geplante Umbauzeit auf. In der Spalte „Neu“ werden für diese Projekte Emissionen dargestellt, die durch die geplanten Modernisierungsmaßnahmen anfallen. Dem gegenübergestellt sind in der Spalte „Wiederverwendet“ die nicht-anfallenden Emissionen, die durch die Modernisierungen anstelle von Neubau eingespart werden. Diesem Kalkül liegt der Gedanke zugrunde, dass bei der Erhaltung der Grundsubstanz wesentliche Bauteile wie Stahl oder Zement nicht neu hergestellt werden müssen und somit CO₂-Emissionen eingespart werden können. Im Rahmen der Modernisierungsmaßnahmen des Projekts in der Gustav-Nachtigal-Str. 3 in Wiesbaden werden beispielsweise Emissionen von rd. 4.970 t CO₂-Äquivalente verursacht. Gegenüber einem kompletten Neubau werden dabei aber rd. 13.440 t CO₂-Äquivalente nicht neu verursacht. Die Analyse verdeutlicht somit, dass die Fokussierung auf energetische Sanierungen und die Erhaltung von Baumaterialien der CO₂-Fußabdruck erheblich reduziert werden kann. Dieser Blickwinkel findet bisher jedoch nicht in allen ESG-Analysen von Stakeholdern und Rating-Agenturen Berücksichtigung.

Risikobewertung im Nachhaltigkeitsbericht

179. Das Management von alstria unterscheidet zwischen physischen Risiken sowie systemischen und Marktrisiken, die hier zu transitorischen Risiken zusammengefasst werden.
180. Physische Risiken entstehen durch Extremwetterereignisse wie Hitzewellen, Überflutungen oder Waldbrände und deren Folgen. Laut Geschäftsbericht hat alstria bereits detaillierte Szenarioanalysen auf Basis von Klimaszenarien durchgeführt. Teilweise können diese Risiken von der Gesellschaft durch entsprechende Versicherungen abgedeckt werden. Im Jahr 2022 lagen die Versicherungskosten laut Nachhaltigkeitsbericht bei 2,9 Mio. €. Angesichts der

steigenden Häufigkeit von Extremwetterereignissen ist mit einem Anstieg dieser Kosten zu rechnen. Dennoch erscheinen die finanziellen Auswirkungen bei einer aktuellen Basis im niedrigen Millionenbereich derzeit überschaubar.

181. Transitorische Risiken resultieren aus der Umstellung auf eine nachhaltige, kohlenstoffarme Wirtschaft. So können beispielsweise politische Maßnahmen fossile Energie verteuern oder Investitionen in die Sanierung von Gebäuden und Anlagen erforderlich machen. Regulatorische Verschärfungen in Bezug auf die Anforderungen für Energieeffizienz könnten darüber hinaus den Portfoliowert beeinträchtigen. Wenn die Anpassungskosten die künftigen Mieteinnahmen übersteigen, kann dies zu finanziellen Belastungen führen. Gleiches gilt für den Fall deutlich höherer als erwarteter CO₂-Kosten. Des Weiteren könnten Finanzierungsrisiken entstehen, wenn ESG-Kriterien Einfluss auf die Finanzierbarkeit nehmen, etwa durch einen eingeschränkten Zugang zu Krediten oder ESG-getriebene Zinsaufschläge oder -abschläge. Wie weiter unten beschrieben, hat alstria ein schlechteres Finanzrating als die Peer Group. Dies ist aber zumindest aktuell nicht auf die oben beschriebenen potenziellen Auswirkungen zurückzuführen, da finanzielle Anbieter wie Banken noch kaum in der Lage sind, ESG-Risiken systematisch in der Risikobeurteilung zum Credit Spread zu beurteilen.

182. Zur Prüfung der ökonomischen Machbarkeit energetischer Modernisierungen wurden stichprobenartig Objekte aus den kombinierten Phasen "Kaufen", "Management", "Entwickeln" und "Verkaufen" analysiert. Diese zeigten in der Regel bis hin zum Verkauf adäquate Renditen. In welchem Maße diese Stichproben repräsentativ bleiben und der Investitionsbedarf künftig zu einer Veränderung der Renditen bei der Revitalisierung von Bürogebäuden führen, bleibt vor dem Hintergrund der Strukturbrüche bei der Regulierung (Veränderung der regulatorischen Nachhaltigkeitsanforderungen an die Gebäude) abzuwarten. Beim Investitionsbedarf pro Quadratmeter des „Development- und Investmentportfolios“ verbleiben bei der langfristigen Planung der Cashflows daher Unsicherheiten.

ESG-Ratings der alstria

183. alstria wird von zahlreichen Rating-Agenturen bewertet. ESG-Ratings sind jedoch oft schwer vergleichbar und nicht immer konsistent in ihrer Einschätzung (vgl. „Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings“, Berg et al., 2022; „Measuring the level and risk of corporate responsibility – An empirical comparison of different ESG rating approaches“, Dorfleitner et al., 2015). Bei nahezu allen ESG-Rating-Anbietern ist der Immobiliensektor im Vergleich mit sonstigen Sektoren positiv bewertet. Die untenstehende Übersicht der ESG-Ratings spiegelt dieses positive Bild wider und zeigt Bewertungen im oberen Bereich, sowohl hinsichtlich Performance als auch Risikoeinschätzung. Um mehr Transparenz zu schaffen, haben wir das Risiko-Rating von Sustainalytics (Morningstar) für eine detailliertere Analyse in der Matrix-Grafik weiter unten („Ratingmatrix der alstria Peer Group“) herausgegriffen.



Quelle: alstria, Nachhaltigkeitsbericht 2022/2023, S.8

Abbildung 16: Übersicht der ESG-Ratings von alstria im Nachhaltigkeitsbericht 2022/2023

184. Ein Beispiel für die positive Bewertung des Immobiliensektors liefert der ESG-Rating-Anbieter Sustainalytics: drei Immobilienunternehmen aus der Peer Group belegen unter mehr als 15.000 Unternehmen aller Branchen die Plätze 11 (Covivio S.A.), 14 (Inmobiliaria Colonial SOCIMI S.A.) und 91 (Icade S.A.).¹⁶ Das Rating des Anbieters äußert sich in einem Score von 0 bis 100, wobei 0 den besten und 100 den schlechtesten Wert darstellt. Je nach Score erfolgt zudem eine verbale Einstufung des Risikos. Scores von 0 bis 10 bescheinigen ein „vernachlässigbares“ Risiko, Scores von 10 bis 20 ein „niedriges“ Risiko. Alstria selbst wird von Sustainalytics mit ESG-Risiko-Klassifizierung von „niedrig“ („low“) bewertet. Im Vergleich

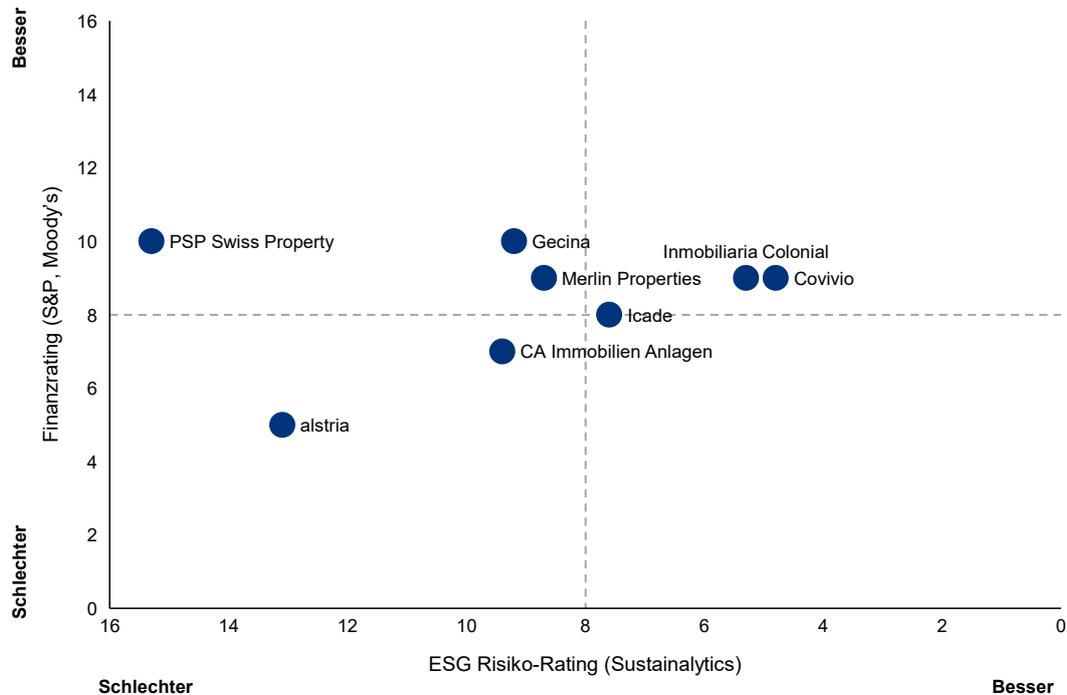
¹⁶ Die Platzierungen sowie nachfolgend dargestellten Ratings beziehen sich auf den Stand vom 1. Dezember 2024.

zum Risikoscore aus dem jüngsten Nachhaltigkeitsbericht hat sich das Unternehmen leicht auf 13,1 Punkte verschlechtert (vormals 11,3 Punkte). Inklusiv der drei oben genannten Unternehmen schneiden sechs von elf Vergleichsunternehmen mit der Kategorie "vernachlässigbare" ESG-Risiken sogar noch besser ab (vgl. Abbildung 17). In diesem Vergleich liegt alstria hinter einigen Peers, was teilweise auf die fehlende Berücksichtigung der oben genannten Perspektive von "Embodied Carbon" zurückzuführen sein könnte – ein Faktor, der nicht von allen Analysten gleichermaßen berücksichtigt wird.

185. Obwohl der Immobiliensektor in vielen ESG-Ratings stark abschneidet, sollte kritisch hinterfragt werden, ob transitorische Risiken, insbesondere im Hinblick auf die energetische Transformation der Portfolios, ausreichend berücksichtigt werden.
186. Um eine umfassendere Perspektive zu bieten, haben wir im Folgenden die ESG-Ratings von Sustainalytics den Finanzratings von S&P und Moody's gegenübergestellt. Dazu wird in der nachstehenden Matrix ein visueller Relativvergleich der Ratings der Peer Group der alstria dargestellt. Die x-Achse bildet dabei den ESG-Risiko-Rating-Score basierend auf den Analysen von Sustainalytics ab, die y-Achse die 16-teiligen Klassifikationen der beiden Finanzratings. Letztere wurden dabei in eine Skala von 1 bis 16 transformiert, sodass die relativen Unterschiede dargestellt werden können.¹⁷

¹⁷ In der Matrix werden nur diejenigen Peers dargestellt, für die sowohl ein ESG-Rating von Sustainalytics als auch ein Finanzrating von S&P oder Moodys verfügbar ist. Die Finanzrating-Klassifizierungen im Bereich „Substantial Risks“ und „Extremely Speculative“ (S&P: CCC+ und CCC; Moodys: Caa1 und Caa2) wurden bei der Normierung der Achsenskalierung nicht berücksichtigt.

Relative Ratings der Peers: Finanzrating vs. ESG-Rating



Quelle: IVA-Analysen

Abbildung 17: Ratingmatrix der alstria Peer Group

187. Anhand der Skala für Finanzratings (Y-Achse der obigen Grafik) lässt sich die Differenz in Notches (Ratingabstufungen) verdeutlichen: alstria weist ein BB-Finanzrating bei S&P auf, was in obiger Visualisierung einem Wert von 5 auf der Skala entspricht. Im Vergleich dazu erzielt Gecina mit einem wesentlich besseren Finanzrating von A- einen Wert von 10 auf der Skala der Finanzratings. Merlin Properties, Inmobiliaria Colonial und Covivio liegen mit Score 9 für das Finanzrating bei Investment Grade (Ratings ab BBB- und höher). Der Mittelwert der Peer Group liegt bei 8,4, also zwischen A- und BBB+. Bezüglich der ESG-Ratings liegt alstria mit einem Rating von 13,1 deutlich unter dem Peer Group-Mittelwert von 9,2. Am schlechtesten schneidet die PSP Swiss Property mit einem Sustainalytics-Rating von 15,3 ab, während Covivio mit 4,8 das beste ESG-Rating der Peers aufweist.
188. Alstria befindet sich insgesamt im unteren linken Quadranten der Matrix, was auf einen relativen Nachteil sowohl beim ESG-Rating nach Sustainalytics als auch beim Finanzrating (hier bei Alstria S&P) hinweist. Das Finanzrating der alstria, das deutlich unterhalb von Investment Grade liegt, könnte die Modernisierungsquote negativ beeinflussen. Dies könnte

dazu führen, dass energetische Sanierungen und damit der Fortschritt auf dem CO₂-Reduktionspfad verzögert werden. Positiv hervorzuheben ist jedoch, dass alstria die sektortypischen Klimapfade – etwa den CRREM-Pfad mit "Net Zero" bis 2045 – detailliert analysiert. Allerdings hält sich das Unternehmen bei der Formulierung konkreter Energie- und Klimaziele sowie der zeitlichen Meilensteine zurück.

189. Hinsichtlich des Zusammenspiels Wesentlichkeitsanalyse und Finanzrating schließt sich noch an einem weiteren Punkt der Kreis (vgl. Abbildung 8). Bei der ESG-Wesentlichkeit werden auch ökonomische Themen abgedeckt. Das Thema „Portfoliowert“ ist dort als wesentlichstes Thema genannt. Am 19. März 2024 hat S&P in einem Research Update das Unternehmen mit folgender Headline heruntergestuft: „Alstria Office-REIT-AG Downgraded To 'BB' On Higher-Than-Expected Property Devaluations“. Hier ging es der Ratingagentur rein um die Antwort auf die Abwertung des Immobilienportfolios. Dabei ging es nicht um künftige Risiken bei der Portfoliotransformation. Es zeigt eindeutig die Relevanz der Portfoliobewertung für die finanzielle Risikoposition des Geschäftsmodells – validiert also die Einschätzung in der oben genannten Wesentlichkeitsanalyse. Das spricht auch für die Relevanz der NAV-Bewertung für maßgebliche Stakeholder. Darüber hinaus zeigt es, dass ein künftiges potenzielles Einfließen von Unter- oder Überschätzung der Cashflow-Wirkungen aus der energetischen Sanierung zur Erreichung von Klimazielen signifikanten Einfluss auf die Wahrnehmung von „Financial Stakeholdern“ haben kann, nämlich z.B. über die Risikoeinschätzung von Finanzierern oder Rating Agenturen. Letztere bauen Ihre Verknüpfung zwischen ESG- und Finanzrating aktuell kontinuierlich aus.

Fazit zur ESG-Performance

190. Die Chancen und Risiken im ESG-Bereich werden maßgeblich durch regulatorische Rahmenbedingungen bestimmt. Dabei spielt es eine zentrale Rolle, in welchem Maße Anreize oder regulatorische Auflagen als Rahmen gesetzt werden. Herausforderungen für die Finanzplanung können sich insbesondere durch die Notwendigkeit höherer als geplanter Modernisierungskosten ergeben – induziert durch die Nachfrage bei Mietern oder Finanzierern. Zudem könnte regulatorischer Druck dazu führen, dass Maßnahmen früher als geplant umgesetzt werden müssen. In solchen Fällen ist es entscheidend, über ausreichende Finanzierungsspielräume zu verfügen, um notwendige Investitionen rechtzeitig realisieren zu können. Dabei könnte ein schwaches Finanzrating eine etwaige Restriktion bei der Umsetzung von Maßnahmen bedeuten. Andererseits ist zu berücksichtigen, dass Dank der langjährigen Expertise der alstria in der Modernisierung von Büroimmobilien – und einem leistungsstarken Property- und Asset-Management – das Unternehmen über einen positiven Track Record bei der Optimierung von Büro-Bestandsimmobilien verfügt. Etwaige Risiken bezüglich der Finanzplanung lassen sich auf der aktuellen Transparenzbasis primär qualitativ abschätzen.

4. Markt und Wettbewerbssituation

a) Marktumfeld

aa) Büroimmobilienmarkt

191. Die Büroimmobilien der alstria AG befinden sich überwiegend in den fünf deutschen Großstädten Hamburg, Düsseldorf, Frankfurt, Stuttgart und Berlin bzw. in den von ihnen geprägten Metropolregionen. Diese Regionen wiesen im Jahr 2021 in der Summe eine Wirtschaftsleistung von zusammen 1.608 Mrd. € auf, womit sie einen Anteil von mehr als 40,0 % am deutschen Bruttoinlandsprodukt hatten.
192. Das allgemeine Marktumfeld für Immobilien war in den zurückliegenden zwei Jahrzehnten von mehreren außergewöhnlichen Einflussfaktoren geprägt. Hervorzuheben sind insbesondere die 2008 von verbrieften Subprime-Immobilienkrediten ausgelöste globale Finanzkrise, die darauf folgende Eurokrise sowie die COVID-19-Pandemie, deren Folgen zum Teil bis heute nachwirken. Dazu zählt vor allem die historisch einzigartige Niedrigzinsphase, die der Attraktivität von Immobilien als Anlageklasse erheblichen Aufwind verlieh.
193. Der deutsche Büromarkt profitierte darüber hinaus von einem robusten Arbeitsmarkt, der infolge der Arbeitsmarktreformen nach der Jahrtausendwende (Agenda 2010) sowie der durch die Eurokrise ausgelösten Arbeitskräftezuwanderung nach Deutschland von einem kontinuierlichen Anstieg der Erwerbstätigkeit geprägt war. Die Zahl der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigten hat seit 2005 um rund 8,5 Millionen und damit um fast ein Drittel auf rund 35,0 Millionen zugenommen. Diese Entwicklungen sorgten für einen Rückgang der hohen Leerstandsquoten bei Bürogebäuden, die mit dem Platzen der Dotcom-Blase entstanden waren, steigende Mieten und ein lebhaftes Projektgeschäft.
194. Eine Trendumkehr setzte erst mit den Zinserhöhungen durch die Europäische Zentralbank ein, die als Reaktion auf den durch drastisch gestiegene Energiepreise sowie von Lieferengpässen ausgelösten Teuerungsschub ab Mitte 2022 ihren Leitzins binnen 15 Monaten von 0,0 % auf 4,5 % anhob. Dies führte insbesondere bei den Preisen für Gewerbeimmobilien, die bereits aufgrund der Unsicherheiten über die wirtschaftlichen Auswirkungen der coronabedingten Lockdowns ihren langjährigen Aufwärtstrend beendet hatten, zu einer scharfen Korrektur. Seither ist die Nachfrage nach Büroimmobilien aufgrund einer stagnierenden Wirtschaftsleistung und des anhaltenden Homeoffice-Trends sowohl auf Investoren- als auch auf Mieterseite signifikant gesunken. Die Zinswende hat darüber hinaus das Finanzierungsumfeld für Projektentwicklungen in kürzester Zeit grundlegend verändert, während die Bauwirtschaft stark gestiegene Baupreise und einen Fachkräftemangel beklagt. Zahlreiche Immobilienentwickler meldeten in diesem Umfeld Insolvenz an, prominentes Opfer

ist die Signa Holding, das Immobilienimperium des österreichischen Unternehmers René Benko.

195. Zudem hat es der Immobilienmarkt mit strukturellen Herausforderungen zu tun. Vor allem bei älteren Bestandsimmobilien zählt dazu die Notwendigkeit zur energetischen Modernisierung. Bei Büroimmobilien rückte angesichts gestiegener Leerstandsquoten infolge der anhaltenden wirtschaftlichen Flaute, eines nach Expertenmeinung geringeren wirtschaftlichem Potenzialwachstums sowie dem Ausscheiden der geburtenstarken Jahrgänge aus dem Arbeitsmarkt ferner die Frage nach dem künftigen Bedarf an Büroflächen in den Fokus. Dies umso mehr, als sich Schreibtischtätigkeiten pandemiebedingt in bisher nicht gekanntem Ausmaß in das eigene Zuhause (Homeoffice) verlagerten und die Bürokommunikation zunehmend digital erfolgte. Bei Gewerbeimmobilien hat die allgemeine Unsicherheit über die künftige Nachfrage aus Sicht von Marktbeobachtern dafür gesorgt, dass die Preisvorstellungen von potenziellen Käufern und Verkäufern besonders weit auseinanderliegen (vgl. „Wohnimmobilien stützen deutsche Immobilienpreise“, Börsen-Zeitung, 13. November 2024, S. 4).
196. Hinzu kommt, dass sich inzwischen die wirtschaftliche Entwicklung auch langsam auf den Arbeitsmarkt niederschlägt. Zwar lag die Zahl der Erwerbstätigen im September mit 46,24 Mio. noch geringfügig über dem Vorjahrsniveau (+43.000), im Vormonatsvergleich zeigt sich saisonbereinigt aber bereits ein leichter Rückgang (-19.000). Rückläufig ist auch die Zahl der gemeldeten Stellen (vgl. Bundesagentur für Arbeit, Presseinfo Nr. 43, 30. Oktober 2024). Als stabilisierendes Element erweist sich der allgemeine Arbeits- und Fachkräftemangel infolge des demographischen Wandels. So neigen einer Umfrage der EZB zufolge Unternehmen auch in schwierigen Phasen vermehrt dazu, an ihrem Personal festzuhalten (vgl. Börsen-Zeitung, „Fachkräftemangel hält Arbeitsmarkt stabil“, 3./4. Oktober 2024, S. 8). Allerdings vergeht derzeit kaum ein Tag, an dem nicht aus dem Unternehmenssektor ein weiterer Stellenabbau angekündigt wird, der sich in den Statistiken noch nicht niedergeschlagen hat.
197. Längerfristig richtet sich der Bedarf an Büroimmobilien aber nicht nur nach der Arbeitskräftenachfrage, sondern auch dem Arbeitskräfteangebot. Die Zahl der Erwerbstätigen hat in Deutschland in den vergangenen 30 Jahren recht kontinuierlich zugenommen. Im Vergleich zu 1993 zeigt sich ein Zuwachs von rund 15,2 % auf 47,1 Millionen Erwerbspersonen (vgl. Statistisches Bundesamt, Bevölkerung und Erwerbstätigkeit (Inländer), Zeitreihe, abgerufen am 14. November 2024). Selbst bei einem fortgesetzten Bevölkerungswachstum, das etwa das Institut der deutschen Wirtschaft (IW) bis 2040 mit 2,3 % auf dann 85 Millionen Einwohner veranschlagt, gehen Experten angesichts des Ausscheidens der Babyboomer-Generation aus dem Berufsleben von einem schrumpfenden Erwerbspersonenpotenzial aus. Nach Berechnungen des IW zeichnet sich bis 2040 ein Rückgang um 6,0 % ab (vgl. IW-Trends 3/2024, IW-Bevölkerungsprognose 2024, S. 67).

198. Zu einem weitgehend identischen Ergebnis kommt eine Studie der US-Großbank Morgan Stanley. Auch sie geht davon aus, dass die Zahl der Erwerbstätigen im Alter von 15 bis 64 Jahren in Deutschland bis 2040 um rund 6,0 % schrumpfen wird. Die Bank leitet daraus eine durchschnittliche jährliche Wachstumseinbuße von 0,25 % ab. Ob diese demografische Entwicklung durch einen Beschäftigungsanstieg unter der erwerbsfähigen Bevölkerung zumindest teilkompensiert werden kann, erscheint insofern fraglich, als Deutschland bereits jetzt die höchste Beschäftigungsquote in der Eurozone hat, die mit rund 80,0 % um rd. fünf Prozentpunkte über dem Durchschnitt liegt (vgl. Morgan Stanley, The Demographic Challenge and What It Means for Growth, 9. Oktober 2024, S. 15 und S. 20). Damit könnten künftig weniger Erwerbstätige für Bürotätigkeiten zur Verfügung, sofern es nicht zu einem strukturbedingten Rückgang der Bürobeschäftigtenquote kommt, etwa aufgrund von Produktivitätsfortschritten durch einen vermehrten Einsatz von künstlicher Intelligenz. In Deutschland arbeitet etwa ein Drittel der Beschäftigten in Büros, in den Top-7-Städten sind es sogar mehr als 40,0 % (vgl. ifo-Schnelldienst, 3/2024, 13. März 2024, S. 68).
199. Morgan Stanley sieht drei Möglichkeiten, einer schrumpfenden Erwerbsbevölkerung entgegenzuwirken: durch Nettozuwanderung, eine stärkere weibliche Partizipationsrate am Arbeitsmarkt sowie eine Erhöhung des effektiven Renteneintrittsalters (vgl. Morgan Stanley, ebenda, S. 28). Der Ausländeranteil unter den Erwerbstätigen ist in Deutschland seit der globalen Finanzkrise von rund 8,5 % auf zuletzt rund 15,0 % gestiegen. Rein rechnerisch geht der Anstieg der Erwerbstätigen von 40,5 Mio. in 2010 auf zuletzt 46,0 Mio. damit überwiegend auf das Konto der Zuwanderer (vgl. Statistisches Bundesamt, Erwerbstätige Inländer, abgerufen am 13. November 2024), die damit ein wesentlicher Wachstumsfaktor für die deutsche Volkswirtschaft waren (vgl. Morgan Stanley, ebenda, S. 42). Die Frauenerwerbsquote ist in Deutschland in den vergangenen Jahrzehnten ebenfalls erheblich gestiegen. Lag sie 1993 noch bei 54,9 %, waren es im Jahr 2023 bereits 73,6 % (vgl. Statistisches Bundesamt, Erwerbstätigenquoten 1991 bis 2023). Das gesetzliche Renteneintrittsalter wird in Deutschland gerade schrittweise auf 67 erhöht. Experten plädieren zwar für eine Dynamisierung des Renteneintrittsalters unter Berücksichtigung der absehbar steigenden Lebenserwartung, was aber bislang politisch umstritten ist (vgl. Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2023/24, S. 313).
200. In den A-Städten bzw. den Metropolregionen könnte das Arbeitskräftepotenzial zudem durch den dort jetzt schon bestehenden Wohnraummangel weiter begrenzt werden. Laut einer Umfrage der Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft PwC hat jeder dritte Berufstätige bereits darüber nachgedacht, aufgrund zu hoher Mieten den Job zu wechseln. In Berlin, Frankfurt und Stuttgart liegt der Anteil sogar bei über 50,0 % (vgl. PwC, Die Wohnungsnot in deutschen Großstädten verschärft den Fachkräftemangel, 28. Februar 2024).

201. Es gibt aber auch Untersuchungen, die zumindest bis 2030 von einem weiteren Anstieg der Bürobeschäftigten ausgehen. So kommen die Autoren einer IREBS/Berenberg-Studie zum Markt für Büroimmobilien nach der COVID-19-Pandemie in ihrem Basisszenario zu dem Schluss, dass die Zahl der sozialversicherungspflichtigen Bürobeschäftigten bis 2030 um knapp 12,0 % zunehmen wird. Als Hauptgründe führen sie die Erwartung einer stetigen Nettozuwanderung und vor allem eines weiteren Anstiegs der Erwerbspersonenquote an. Allerdings sehen die Autoren unter den A-Städten eine heterogene Entwicklung. Während im Basisszenario für Berlin ein überdurchschnittliches und für Hamburg ein im Durchschnitt liegendes Wachstum der Bürobeschäftigtenzahlen ermittelt wurde, fallen die Wachstumsprognosen für Köln, Frankfurt, Stuttgart und Düsseldorf unterdurchschnittlich aus (vgl. Berenberg / IREBS Immobilienakademie, Büroimmobilien nach Corona – eine Szenarioanalyse. 10. Januar 2022, S. 35 ff.). Die Ergebnisse für Berlin und Hamburg könnten sich aus der Einwohnerentwicklung ableiten, denn die beiden Stadtstaaten werden nach Berechnungen des IW bis 2040 mit 10,0 % (Berlin) bzw. 6,3 % (Hamburg) die höchsten Einwohnerzuwächse verzeichnen (vgl. IW, ebenda, S. 79).
202. Zu einem etwas differenzierteren Urteil kommen auch die Immobilienexperten des Analyseunternehmens Bulwiengesa. Aus ihrer Sicht wird das Arbeitskräftepotenzial durch den demographischen Wandel ab 2026 zwar sinken, was aber zunächst nur die kleineren Städte trifft. In den A-Städten werde demnach die Zahl der Bürobeschäftigten in den kommenden fünf Jahren noch zunehmen (vgl. Bulwiengesa, „Büros: Ist da jemand?“, 25. Juni 2024). Zu einem ähnlichen Schluss kommt das Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR). Demnach lasse sich mit Blick auf die Bürobeschäftigtenzahlen bis 2027 ein weiterer Bedarf an Bürofläche voraussehen, der insbesondere die Metropolen betreffe (vgl. BBSR, BBSR-Berichte KOMPAKT 02/2024, S. 5).
203. Ein weiterer entscheidender Bestimmungsfaktor für die Büroflächennachfrage ist neben der Entwicklung der Bürobeschäftigten die Flächeninanspruchnahme. Wird diese berücksichtigt, erwarten die IREBS-Autoren für die A-Städte ab etwa 2025 eine Stagnation der Nachfrage. Lediglich Hamburg sticht positiv hervor, weil dort die Flächeninanspruchnahme in den Jahren vor der Pandemie kaum gesunken war und die Modellierung der künftigen Entwicklung auf einer Trendfortschreibung beruht. Dies relativiert allerdings die Aussagekraft der Prognose ebenso wie der Umstand, dass es sich beim Flächenparameter um einen synthetischen Wert handelt, der nicht direkt ablesbar ist, sondern aus einer Verbindung verschiedener Quellen berechnet wurde. Ferner ist zu berücksichtigen, dass den Berechnungen der IREBS-Studie eine makroökonomisch positive Gesamtentwicklung zugrunde liegt, die sich zumindest bislang als zu optimistisch erwiesen hat (vgl. ebenda, S. 39 und S. 45).
204. Zur Ermittlung der künftigen Büroflächennachfrage ist in jüngerer Zeit ein weiterer Aspekt in den Fokus gerückt, der eine Trendinterpolation ebenfalls erschwert: die Rolle des Büros in

einer sich verändernden Arbeitswelt. Damit einher geht die Frage, inwieweit Remote Work und Homeoffice das Anforderungsprofil an den Arbeitsplatz neu definieren. Laut BBSR geht es dabei einerseits um die „Flächeneffizienz“ und andererseits um die „Mitarbeiterbindung“ oder dem „Büro als sozialem Ort“ (BBSR, „Wohn- und Wirtschaftsimmobilien in Deutschland 2024, Oktober 2024“, S. 32).

205. Laut ifo Institut ist die teilweise Arbeit von zu Hause für ein Viertel der Beschäftigten inzwischen zu einem festen Bestandteil ihrer Arbeitswelt geworden. Demnach bieten 69,0 % aller Unternehmen die Möglichkeit an, von zu Hause zu arbeiten. Bei Großunternehmen, die zu den wesentlichen Zielkunden von alstria gehören, beläuft sich der Anteil sogar auf 89,0 %. Ferner gaben 84,0 % der befragten Unternehmen an, ihre aktuelle Homeoffice-Regelungen beibehalten zu wollen. Ein Beweggrund dürfte sein, dass die höhere Flexibilität und eingesparten Pendelzeiten für eine höhere Mitarbeiterzufriedenheit und eine geringere Fluktuation sorgen (vgl. ifo-Schnelldienst, 3/2024, 13. März 2024, S. 67).
206. Im Vordergrund stehen hybride Arbeitsmodelle mit einer Mischung aus Präsenzarbeit und ortsunabhängiger Arbeit, wovon etwa 17,0 % der Beschäftigten Gebrauch machen (ebenda S. 67). Nur rund 7,0 % der Beschäftigten sind ausschließlich von zu Hause aus tätig. Schätzungen zufolge ergeben sich für Unternehmen daraus Flächeneinsparungspotenziale in einer Größenordnung von 20,0 % bis 30,0 %, etwa durch die Umwandlung von fest zugewiesenen Arbeitsplätzen in flexible Arbeitsplätze (Desk Sharing). Zudem ist eine Abkehr von Einzel- zu Gruppen- oder Großraumbüros mit flexiblen Nutzungsmöglichkeiten zu beobachten. Der tatsächliche Umfang der Flächenreduzierung hängt allerdings auch davon ab, welchen Stellenwert Unternehmen gemeinsamen Präsenztagen beimessen und welcher zusätzliche Flächenbedarf sich aus neu entstehenden Kommunikations- und Kollaborationszonen ergibt, die den persönlichen Austausch und die Interaktion fördern sollen. Gleichwohl haben diese Entwicklungen laut ifo-Studie schon jetzt zu einer niedrigeren Büroauslastung, vermehrter Untervermietung und höheren Leerstandsquoten auf dem Büromarkt geführt. Untervermietungen beispielsweise haben sich vervierfacht (vgl. ebenda, S. 64ff).
207. Als Konsequenz aus einer geringeren Büroauslastung planen Unternehmen mit hoher Homeoffice-Nutzung daher, ihre Büroflächen zu reduzieren, um Kosten für nicht genutzte Flächen einzusparen. Der ifo-Studie zufolge gilt das für jedes vierte Großunternehmen. Vor diesem Hintergrund rechnen die ifo-Autoren bei gleichbleibender Bürobeschäftigtenzahl im Schnitt mit einer Verringerung der Bürofläche um 12,0 %, wobei die Szenarien allerdings eine hohe Bandbreite von -4,0 % bis -24,0 % aufweisen. Dies würde bei einem Büroflächenbestand von rund 96,0 Mio. m² in den Top-7-Städten einen Minderbedarf an Bürofläche in einer Größenordnung von 11,5 Mio. m² implizieren. Da pro Jahr etwa 15,0 % der Mietverträge erneuert werden, entspräche dies über einen Zeitraum von sieben Jahren einem strukturellen

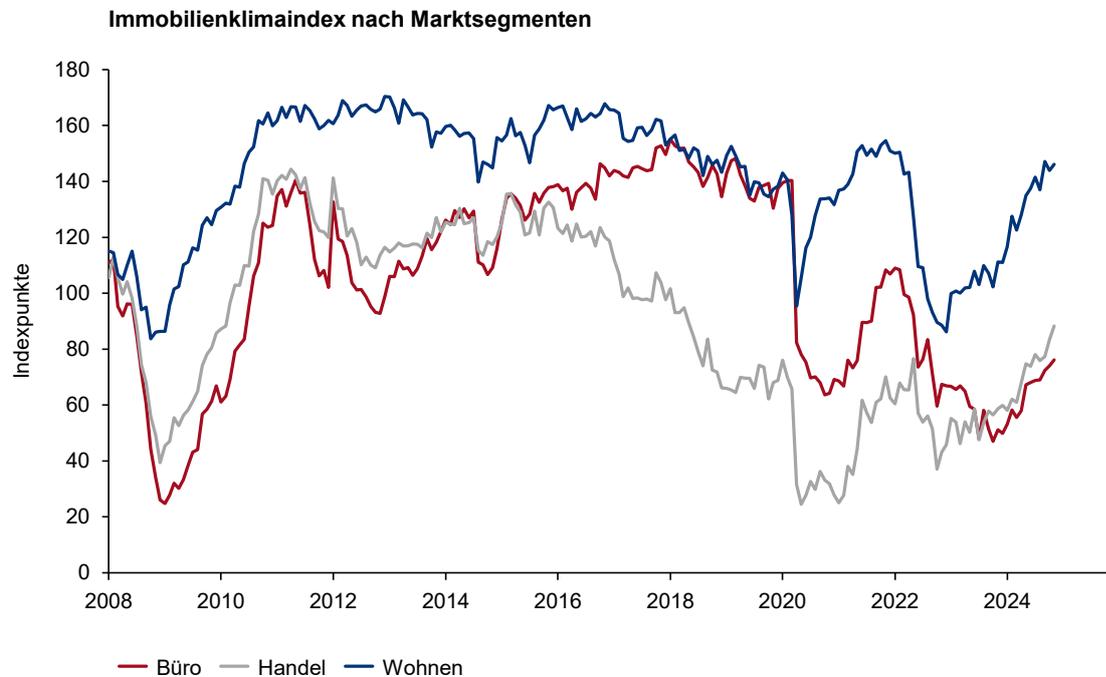
Nachfragerückgang von rund 1,8 %. Das ifo Institut sieht den Vermietungsmarkt daher vor einer „rollierenden“ Krise (ebenda, S. 68f).

208. Bei der Analyse der Umfragedaten stellte sich zudem heraus, dass in Sektoren mit einem hohen Homeoffice-Anteil, wie etwa der Telekommunikations-, der Finanz- und Versicherungsbranche oder dem öffentlichen Dienst, der Rückgang der Büroflächennachfrage mit steigenden Mietpreisen pro Quadratmeter einherging. Eine mögliche Erklärung dafür sehen die ifo-Autoren in einer erhöhten Nachfrage nach kleineren, aber moderneren, taxonomiekonformen und hochwertigeren Mietflächen (“flight to quality“) in zentralen Lagen (ebenda, S. 64). Zu einem ähnlichen Fazit kommt das BBSR, das eine Verschiebung des Nutzerfokus auf zentrale Lagen mit einer hohen Urbanität und auf Objekte mit einer hohen Qualität beobachtet (BBSR-Berichte KOMPAKT 02/2024, S. 8). Unternehmen sind offenbar bereit, einen höheren Quadratmeterpreis zu akzeptieren, da sie bei weniger Fläche ihre Mietkosten immer noch senken können.
209. Im Umkehrschluss bedeutet die veränderte Mieterpräferenz, dass vor allem ältere Gebäude von einer rückläufigen Nachfrage betroffen sind. Sie stehen schon jetzt vor der Herausforderung, anspruchsvollere ESG-Standards zu erfüllen, ohne die sich die ambitionierten Nachhaltigkeitsziele für den Gebäudebestand nicht erfüllen lassen. Nun kommt gegebenenfalls auch noch ein Revitalisierungsbedarf in Form moderner und flexibler Nutzungskonzepte hinzu. Laut dem Immobilienberatungsunternehmen Colliers stehen in den deutschen Top-7-Standorten zwei Drittel aller Büroimmobilien vor dem Risiko der Bestandsveralterung, wodurch sie zu „Stranded Assets“ werden könnten (Colliers, „Bis zu 69 % der Büroimmobilien von Veralterung bedroht“, 19. September 2023). Dies dürfte u.a. erklären, warum die apoprojekt GmbH, eine auf Bestandsimmobilien spezialisierte Projektgesellschaft, für 2025 und 2026 einen weiteren Anstieg des Sanierungsanteils unter den Projektentwicklungen auf mehr als 30,0 % prognostiziert. 2019 lag dieser Anteil erst bei 10,0 % (vgl. apoprojekt-Bestandskompass, Pressemitteilung vom 3. September 2024).

bb) Bürovermietungsmarkt

210. Einen Überblick, wie sich die beschriebenen Entwicklungen und Trends auf die aktuelle Stimmungslage auf dem Immobilienmarkt und deren Veränderung im Zeitablauf auswirken, vermittelt der Immobilienklimaindex von Bulwiengesa/Deutsche Hypo, der die Markteinschätzung von Immobilienprofis abbildet. Während sich der Index nach der Erholung von der globalen Finanzkrise in den drei Segmenten Büro, Handel und Wohnen ein Jahrzehnt lang oberhalb des Wachstums signalisierenden Schwellenwerts von 100 Indexpunkten bewegte, stürzte das Büroklima im Verlauf der COVID-19-Pandemie von 140 auf unter 70 Punkte ab. Auffallend ist, dass sich die Markteinschätzung der Experten bei Büroimmobilien

bis zum Ausbruch der Pandemie auf einem stabil hohen Niveau bewegte, wohingegen sich die Stimmung bei Handelsimmobilien bereits ab 2017 spürbar eintrübte.



Quelle: Deutsche Hypo/Bulwiengesa Immobilienklima bis 2024

Abbildung 18: Immobilienklima nach Marktsegmenten

211. Das Büroklima erholte sich relativ schnell von den Tiefständen in 2020 und kletterte um die Jahreswende 2021/22 wieder über ein Niveau von 100, bevor es mit Beginn des Ukrainekriegs zu einem neuerlichen Absturz auf ein Niveau von unter 50 Indexpunkte kam. Ende 2023 setzte eine Stabilisierung ein, die nach der Jahreswende in eine leichte Erholung überging (vgl. Deutsche Hypo/Bulwiengesa, Immobilienklima nach Segmenten bis November 2024).
212. Bei den Immobilienwerten zeichnete sich in den zurückliegenden Monaten eine Bodenbildung ab, während sich auf dem Vermietungsmarkt positive Tendenzen beobachten ließen. Laut Marktbericht der Deutschen Hypo sind bei Büroimmobilien insbesondere in den Spitzenlagen sehr dynamische Mietpreisentwicklungen mit bemerkenswerten Abschlüssen und weiter steigendem Niveau zu verzeichnen, was für Stadtteillagen bislang nur vereinzelt gelte (vgl. Deutsche Hypo, Immobilienklima Marktbericht Oktober 2024). Der Wachstumstrend bei den Büromieten könnte sich durchaus fortsetzen, insbesondere in den großen Büromarktzentren. Dafür sprechen eine begrenzte Verfügbarkeit von hochwertigen Mietflächen, die sinkende Attraktivität älterer, energieineffizienter Bestände sowie gestiegene Bau- und

Sanierungskosten (vgl. BBSR; Wohn- und Wirtschaftsimmobilien in Deutschland 2024, Oktober 2024, S. 33).

213. Auch führende Immobiliendienstleister wie BNP Paribas Real Estate, Colliers oder JLL konstatieren den deutschen Büromärkten zum Ende des dritten Quartals 2024 insgesamt eine Stabilisierung mit vereinzelt Erholungstendenzen. In den Top-7-Märkten sehen sie den Flächenumsatz in den ersten drei Quartalen in einer Größenordnung von rund 1,9 bis 2,0 Mio. m², was je nach Erhebung ein Plus von 4,0 % bis 13,0 % bedeutet. Das positive Ergebnis ist allerdings von einer Handvoll Großanmietungen hauptsächlich der Öffentlichen Verwaltung begünstigt. Für das Gesamtjahr reichen die die Erwartungen von einem Umsatzvolumen auf Vorjahresniveau (vgl. Colliers, City Surveys Q3 2024, abgerufen am 16. November 2024) bis zu einem mittleren einstelligen prozentualen Anstieg (vgl. JLL, Büromarktbericht Deutschland Big 7, 3. Quartal 2024).
214. Analysen des ifo Instituts zufolge wies das Bürovermietungsvolumen in der Vergangenheit mit einjähriger Verzögerung eine enge Korrelation mit dem ifo Geschäftsklimaindex auf (ifo-Schnelldienst, ebenda, S. 65). Der ifo Geschäftsklimaindex ist seit nunmehr rund 18 Monaten unter Schwankungen tendenziell gesunken, sowohl bei Einschätzung der aktuellen Lage als auch hinsichtlich der Erwartungen (vgl. ifo Institut, ifo Geschäftsklimaindex gesunken (November 2024), 25. November 2024). Daher ist nicht gänzlich auszuschließen, dass der Büromarkt nochmal einen Rückschlag erleidet.
215. Dessen ungeachtet ist festzuhalten, dass sich das Anmietungsniveau in den für alstria relevanten Bürohochburgen selbst gemessen an der jüngeren Vergangenheit mit dem pandemiebedingten Nachfrageeinbruch 2020 weiterhin auf einem unterdurchschnittlichen Niveau befindet. Nach einer zweijährigen Erholung im Anschluss an die Pandemie, die allerdings nicht mehr das Niveau vor Ausbruch der Pandemie erreichte, kühlte sich der Markt 2023 vor dem Hintergrund der gestiegenen Zinsen neuerlich spürbar ab (vgl. statista, Büroflächenumsatz in ausgewählten deutschen Städten in den Jahren 2011 bis 2023). Der von Colliers für 2024 in den Top 7 prognostizierte Flächenumsatz von 2,4 Mio. m² liegt um gut ein Viertel unter dem Durchschnitt der Jahre 2019 bis 2022 von rd. 3,3 Mio. m² (vgl. Abbildung 19).

Büroflächenumsatz in den Top-7 Städten Deutschlands



Quelle: Colliers, City Survey, Q3 2024

Abbildung 19: Entwicklung des Büroflächenumsatz in den deutschen Top-7 Städten von 2014 bis 2024

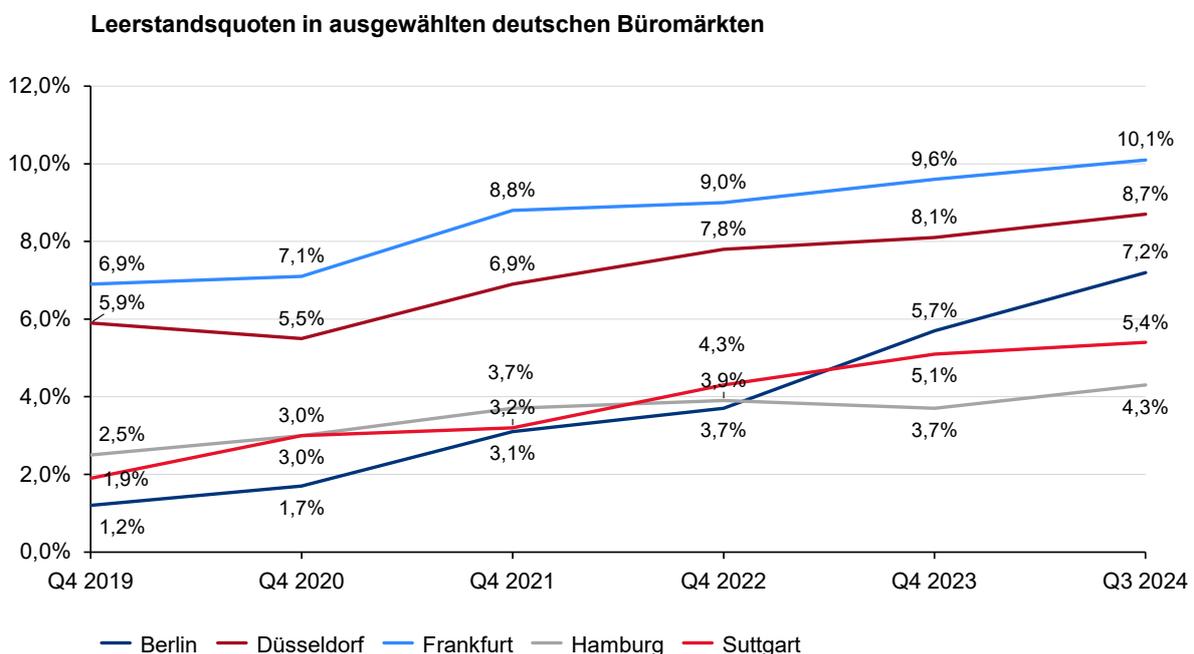
216. Unter den Einzelmärkten hat sich der Flächenumsatz im bisherigen Jahresverlauf laut Daten von BNP Paribas vor allem in Berlin stabilisiert. In Frankfurt wurde der Vorjahreswert den Auswertungen von Colliers zufolge nur knapp verfehlt, während BNP sogar ein Plus von 7,7 % ermittelt hat. Die Mainmetropole ist laut BNP zudem der einzige Standort, der über seinem Fünfjahresdurchschnitt notiert. Hamburg und Düsseldorf verfehlten ihre Vorjahresumsätze um rund 13,0 % bzw. 12,0 % (vgl. Tabelle 9). Das hohe Plus von fast 37,0 % in Stuttgart beruht maßgeblich auf einer sehr großen Anmietung der Öffentlichen Verwaltung über 26.400 m² in der City (vgl. JLL, Stuttgart Büromarktbericht, Q3 2024).

Stadt	Flächenbestand Q3 2024	Flächenumsatz		Spitzenmiete		Durchschnittsmiete		Leerstand Q3 2024
		Q1-3 2024	vs. Vj.	Q1-3 2024	vs. Vj.	Q1-3 2024	vs. Vj.	
Hamburg	14,2 m²	290.000 m²	-13,2%	35,00 €/m²	1,4%	20,60 €/m²	0,5%	4,3%
Düsseldorf	7,7 m²	153.000 m²	-12,2%	43,00 €/m²	10,3%	20,70 €/m²	-2,4%	8,7%
Frankfurt a.M.	10,1 m²	267.800 m²	-2,4%	48,00 €/m²	4,3%	24,50 €/m²	3,4%	10,1%
Stuttgart	8,2 m²	146.000 m²	36,8%	35,00 €/m²	0,0%	20,70 €/m²	14,4%	5,4%
Berlin	21,3m²	435.940 m²	0,4%	45,50 €/m²	2,9%	29,10 €/m²	0,7%	7,2%

Quelle: Colliers, City Survey, Q3 2024

Tabelle 9: Kennzahlen zum deutschen Büovermietungsmarkt in ausgewählten Städten

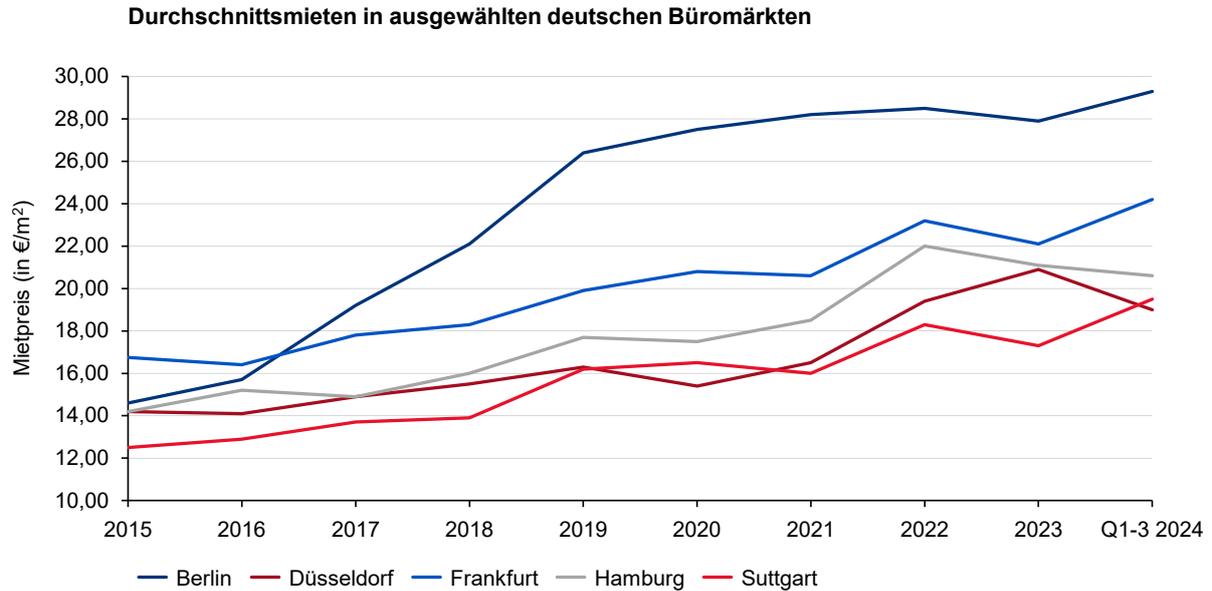
217. Die von Colliers für die sieben größten Bürovermietungsmärkte ermittelte Leerstandsquote ist 2024 weiter gestiegen und erreichte im dritten Quartal mit rund 7,0 % den höchsten Stand seit gut zehn Jahren. Dies liegt, gemessen an der verhaltenen Nachfrage, an dem noch immer vergleichsweise hohen Fertigstellungsvolumen (vgl. Colliers, City Survey, Q3 2024). In den aktuellen Leerstandsquoten spiegelt sich zum Teil aber auch die anhaltende Flächenverkleinerung vieler Büronutzer wider. Gleichzeitig führt der Trend zur Verlagerung in höherwertige Lagen und Objekte zu einem zunehmenden Leerstand in Gebäuden, die nicht den Ansprüchen der Nutzer gerecht werden (vgl. Avison Young, Real Estate Market Report Q3 2024, S. 8). Allerdings zeigt sich unter den A-Städten eine große Spreizung bei den Angebotsreserven (vgl. Tabelle 9).
218. Städte mit traditionell überdurchschnittlichen Leerständen wie Frankfurt und Düsseldorf bewegen sich bei 10,1 % bzw. 8,7 %, während Hamburg und Stuttgart mit 4,3 % bzw. 5,4 % das untere Ende der Bandbreite bilden. Den stärksten Anstieg in der Leerstandsquote verzeichnete zuletzt Berlin, was mit der Fertigstellung zahlreicher Projekte erklärt wird, die noch nicht oder nur zu Teilen vermietet sind (vgl. BNP Paribas Real Estate, Büromarkt Berlin, Q3 2024).



Quelle: Colliers, City Survey, Q3 2024

Abbildung 20: Vergleich der Leerstandsquoten in fünf deutschen Bürostädten von Q4 2019 bis Q3 2024

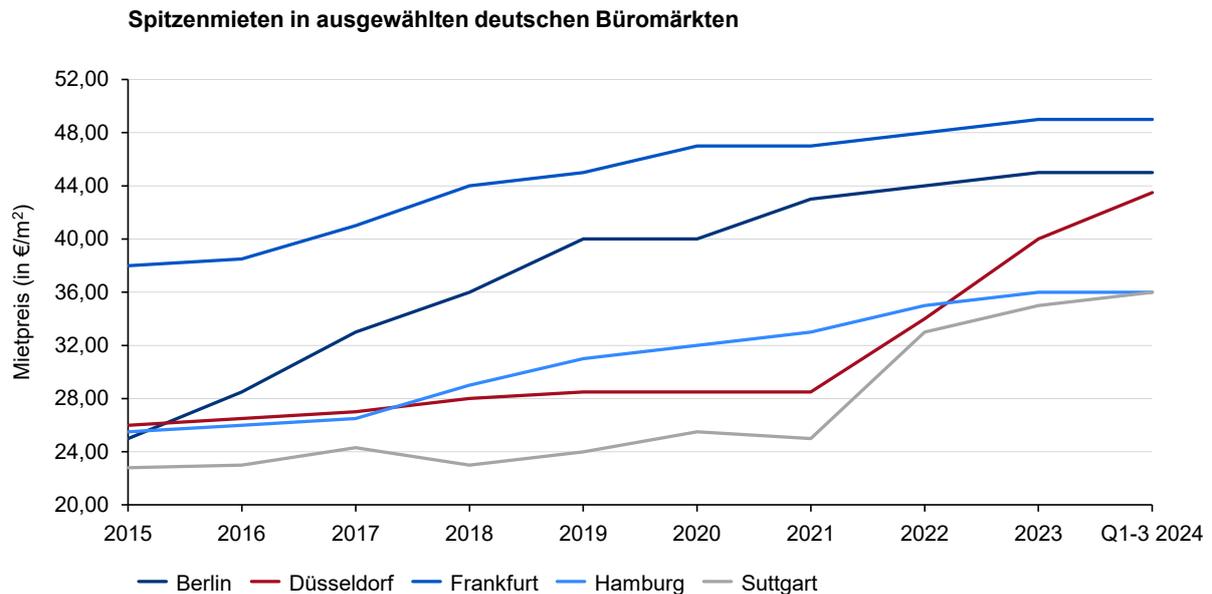
219. Die Neubautätigkeit wird von Colliers für den Zeitraum 2024 bis 2026 auf jährlich rund 1,5 Mio. m²m veranschlagt. In den vergangenen zwei Jahren ist es durch das verschlechterte Finanzierungsumfeld, schwer abschätzbarer Exit-Möglichkeiten sowie hoher Baukosten zu einer Reihe von Projektverschiebungen gekommen (vgl. ZIA, Frühjahrsgutachten Immobilienwirtschaft 2024, S. 98) Der damit verbundene Einbruch der Bautätigkeit wird sich laut Collier aber erst 2027 mit einem Rückgang des Fertigstellungsvolumens auf dann nur noch 600.000 m² auswirken und in den Folgejahren zu einer spürbaren Verknappung von modernen Büroflächen führen, begleitet von einer Plateaubildung beim Leerstand (vgl. Colliers, ebenda).
220. In Büromietverträgen sind Indexierungs- und Mietsteigerungsklauseln mittlerweile Standard. Allerdings gibt es hier eine große Vielfalt. In einer Auswertung von Mietverträgen, die insgesamt 900 Bürogebäude mit einer Gesamtfläche von 6,3 Mio. m² umfassten, hat der Immobiliendienstleister JLL knapp 100 unterschiedliche Vereinbarungen identifiziert. Lange Zeit stand dabei die Indexmiete im Vordergrund, wobei die Indexierung aber oftmals erst ab Erreichen einer bestimmten Hürde wirksam wurde. Mit der starken Nachfrage setzte sich aber vor allem in den Bürohochburgen im Jahr 2019 vermehrt die volle Indexierung durch, bevor sich das Blatt infolge der stark gestiegenen Inflationsraten wendete und die Mieter wieder eine etwas bessere Verhandlungsposition hatten. JLL erwartet daher insbesondere bei Großanmietungen ab 5.000 m² eine steigende Bereitschaft der Eigentümer, Staffelmieten anstelle einer jährlich vollen Indexierung zu vereinbaren (vgl. JLL, „Staffelmieten verdrängen zunehmend indexierte Büromietverträge“, Pressemitteilung, 19. August 2022).
221. Die durchschnittliche Neuvertragsmiete ist gemessen am breit gefassten Index für Büroimmobilien des Verbands Deutscher Pfandbriefbanken (vdp Index) seit 2015 jährlich um gut 3,3 % gestiegen (vgl. vdp Indizes für Büroimmobilien). Überproportional dazu verlief die Entwicklung in den meisten Bürometropolen. Hier betrug der Anstieg in den für alstria relevanten Märkten im gleichen Zeitraum im Schnitt 5,0 % p.a., wobei vor allem der Berliner Büromarkt mit einem jährlichen Plus von durchschnittlich knapp über 8,0 % hervorsticht. Berlin zog bei der Durchschnittsmiete 2017 an München vorbei und wies bis 2019 eine weit überdurchschnittliche Dynamik auf. Diese hat sich seither deutlich abgeschwächt, da sich der Durchschnittspreis inzwischen der Marke von 30,00 €/m² nähert.
222. Die geringsten durchschnittlichen Mietsteigerungen verzeichneten die Büromärkte in Stuttgart (+2,8 % p.a.) und Düsseldorf (+3,3 % p.a.). In Frankfurt und Hamburg verteuerten sich die Büromieten im Schnitt um rund 4,0 % p.a. Insgesamt zeigt sich, dass die preisliche Schere zwischen den hier beleuchteten Büromärkten seit 2015 sowohl absolut – von vier € auf knapp zehn € pro Quadratmeter – als auch relativ – von rund 34,0 % auf knapp über 50,0 % – deutlich auseinandergegangen ist. Zurückgeblieben sind vor allem Stuttgart und Düsseldorf.



Quelle: BNP Paribas Real Estate; E&G Immobilien

Abbildung 21: Vergleich der Durchschnittsmieten in fünf deutschen Bürostädten von 2015 bis Q3 2024

223. Ein etwas anderes Bild ergibt sich bei den Spitzenmieten, die das oberste Preissegment mit einem Marktanteil von 3,0 % des Büroflächenumsatzes abbilden. Hier haben seit 2015 vor allem Berlin und Düsseldorf gegenüber Frankfurt aufgeholt. Die Mainmetropole kratzt seit rund zwei Jahren an der Marke von 50,00 €/m², die im laufenden Jahr erstmals von München geknackt wurde. In Summe zeigt sich, dass die Spitzenmieten in den Top-Städten trotz steigenden Büroleerstands tendenziell weiter anziehen.

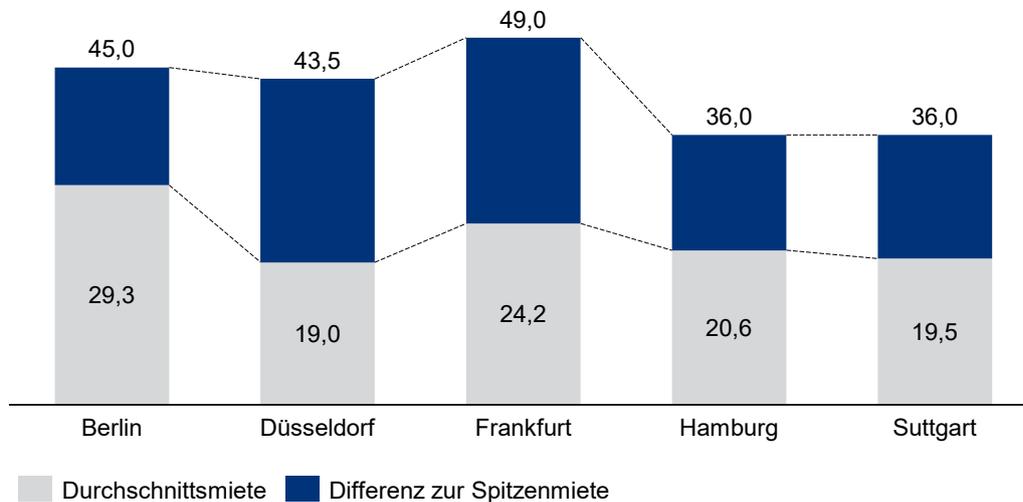


Quelle: BNP Paribas Real Estate; E&G Immobilien

Abbildung 22: Vergleich der Spitzenmieten in fünf deutschen Bürostädten von 2015 bis Q3 2024

224. Auch bei den Spitzenmieten in den für alstria relevanten Büromärkten ist es in den vergangenen Jahren zu einer stärkeren Spreizung gekommen, wobei anders als bei den Durchschnittsmieten bei dieser Kennzahl Frankfurt den Spitzenplatz einnimmt. Berlin hat allerdings vor allem in den Jahren bis 2019 stark aufgeschlossen und lag zuletzt nur noch 4,00 €/m² hinter Frankfurt. Die überdurchschnittlichen Mietpreise in Berlin und mit Abstand in Frankfurt dürften mit deren Rolle als Hauptstadt bzw. Finanzzentrum zusammenhängen.
225. Aufschlussreich ist zudem ein Blick auf die Differenz zwischen Spitzenmiete und Durchschnittsmiete. Der Abstand zur höchsten erzielbaren Miete kann als Indiz für das Potenzial möglicher Mieterhöhungen interpretiert werden. Bei den von uns untersuchten Bürostädten weisen Düsseldorf und Frankfurt die vermeintlich größten Potenziale auf, die sich in beiden Städten auf rund 25,00 €/m² belaufen und damit rund 10,00 €/m² höher sind als in Berlin, Hamburg und Stuttgart. In Berlin und Frankfurt zog das durchschnittliche jährliche Mietniveau seit 2015 stärker an als die Spitzenmiete, in Düsseldorf war dagegen das jährliche Wachstum der Spitzenmiete fast doppelt so hoch wie der Anstieg der Durchschnittsmiete. In Hamburg und Stuttgart entwickelten sich beide Größen in etwa im Gleichschritt.

Spitzen- & Durchschnittsmieten in ausgewählten deutschen Büromärkten (Q3 2024)



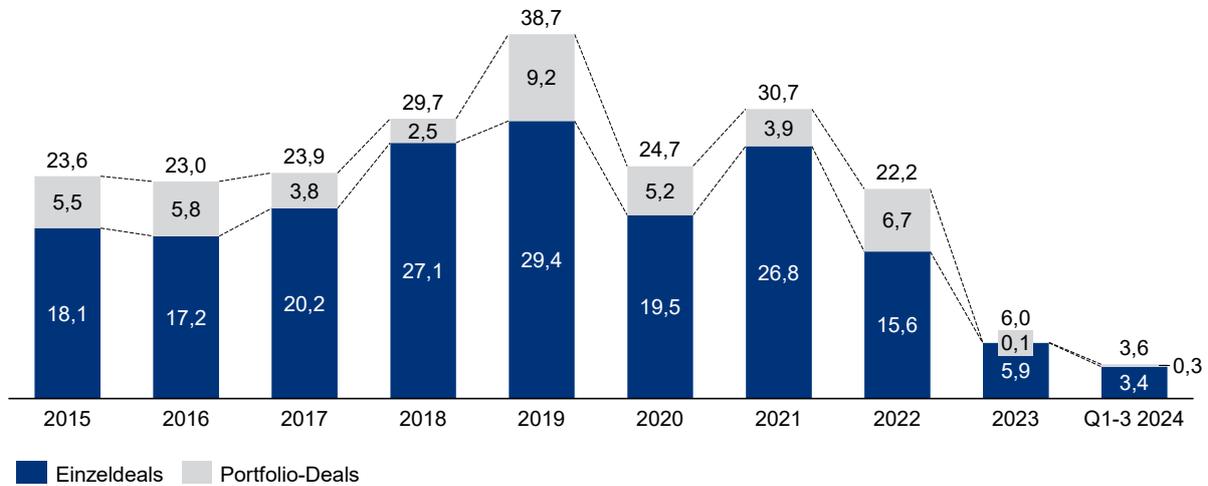
Quelle: BNP Paribas Real Estate; E&G Immobilien; IVA-Berechnungen

Abbildung 23: Differenz zwischen Spitzen- und Durchschnittsmieten in fünf deutschen Bürostädten

cc) Büroinvestmentmarkt

226. Die Stabilisierungstendenzen und vereinzelt Anzeichen einer Erholung beim Anmietungsgeschehen haben bislang noch nicht positiv auf den Büroinvestmentmarkt abgestrahlt, der infolge des russischen Angriffskriegs auf die Ukraine und den daraus resultierenden Konsequenzen für Inflation und Zinsen einen regelrechten Einbruch erlitt. 2023 belief sich das Investitionsvolumen für Büroimmobilien in Deutschland noch lediglich auf knapp 6,0 Mrd. €. Dies war das niedrigste Volumen seit der Finanzkrise und ein Minus gegenüber 2022 von rund 73,0 % (vgl. BNP Paribas Real Estate, Büro-Investmentmarkt, Q4 2023). Damit verlor das Bürosegment 2023 seinen Status als nachfragestärkste Assetklasse und landete hinter Handelsimmobilien nur auf Platz drei.

Büroinvestments in Deutschland (in Mrd. €)



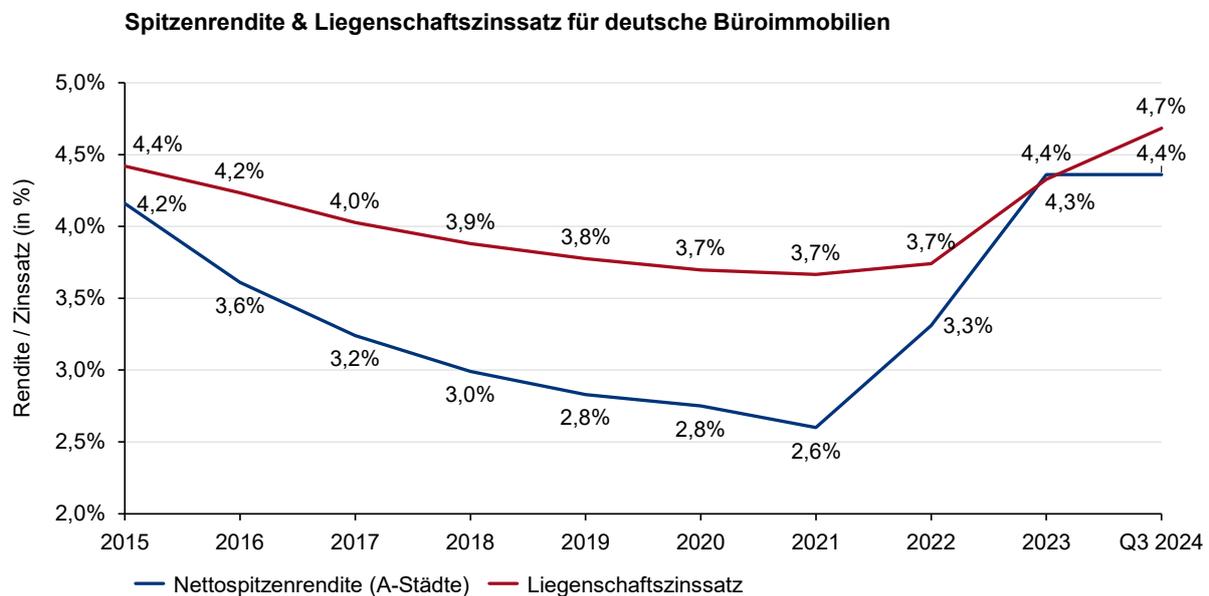
Quelle: BNP Paribas Real Estate, Büro-Investmentmarkt, Q3 2023 und Q1-3 2024

Abbildung 24: Entwicklung des Büroinvestmentvolumens in Deutschland von 2015 bis Q3 2024

227. In den ersten drei Quartalen des laufenden Jahres schwächte sich das Investmentvolumen gegenüber dem bereits äußerst gedrückten Vorjahresvolumen um weitere 20,0 % auf rund 3,6 Mrd. € ab (vgl. BNP Paribas Real Estate, Büro-Investmentmarkt, Q1-3 2024). In der Summe folgten auch die A-Standorte dem bundesweiten Trend, lediglich Frankfurt und Köln bildeten eine positive Ausnahme. Der Volumenrückgang spiegelt die eingetrübte Stimmung in der Wirtschaft und die Unsicherheit der Investoren über die künftige Entwicklung der Büroflächennachfrage wider. Dem Markt fehlt es vor diesem Hintergrund derzeit vor allem an großvolumigen Transaktionen.
228. Die Experten von Bulwiengesa führen noch ein weiteres Argument an, warum es dem Investmentmarkt noch immer an Impulsen fehlt. Demnach ist die Preisfindung zwischen Käufer und Verkäufer bislang nicht abgeschlossen (vgl. Bulwiengesa, Frühjahrsprognosen 2024, 29. Mai 2024). Während sich die Preise für Wohnimmobilien zuletzt gegenüber dem Vorjahresniveau nicht weiter abschwächten, zeigte sich bei Gewerbeimmobilien im Jahresvergleich gemessen am vdp-Index abermals ein Minus, das sich im Bürosektor auf 4,7 % belief. Immerhin konnten die Preise aber im Vergleich zum Vorquartal zum zweiten Mal in Folge leicht zulegen (vgl. vdp-Index und immobilienmanager, „Stabilisierung der Immobilienpreise setzt sich fort“, 11. November 2024).
229. Da mit den Zinssenkungen der Notenbanken der Höhepunkt im Zinszyklus überschritten scheint, mehren sich für Marktexperten wie bspw. der Schweizer Bank Julius Bär die Anzeichen dafür, dass der Preisfindungsprozess in den Top-7-Märkten bis zum Jahresende

abgeschlossen sein und die Investitionstätigkeit wieder etwas anziehen wird. Das deckt sich mit den Beobachtungen der Immobilienberater von JLL, wonach die Marktakteure vermehrt vom Abwarte- in den Aktivmodus schalten, weil es zunehmend Vergleichswerte durch abgeschlossene Transaktionen gibt (vgl. JLL, Investmentmarktüberblick, Q3 2024). Ferner werden die veränderten Finanzierungsbedingungen aus Sicht von Julius Bär die Immobilieneigentümer nach der Neubewertung ihrer Objekte vor große Herausforderungen stellen, was kurz- bis mittelfristig zu Zwangsverkäufen zur Liquiditätssicherung führen werde (vgl. Julius Bär, Property Market Report Germany, 4th quarter 2024, S. 14).

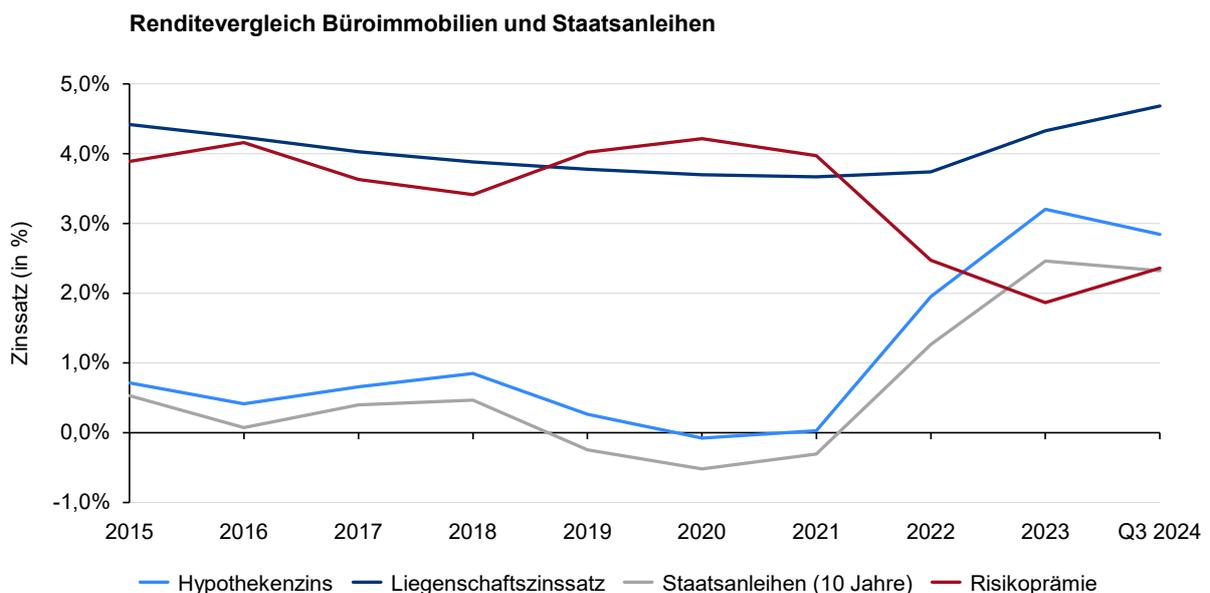
230. Fortgesetzt hat sich im dritten Quartal der am vdp-Liegenschaftszinssatzindex gemessene Renditeanstieg, der sich bei Büroimmobilien gegenüber dem Vorjahreszeitraum auf 6,9 % belief (vgl. immobilienmanager, ebenda). Der Liegenschaftszinssatz wird seit 2010 von vdp Research quartalsweise auf Basis echter Immobilientransaktionen von mehr als 700 Kreditinstituten erhoben und bildet die bundesweite Entwicklung ab. Er entspricht vereinfacht der Rendite, mit der Verkehrswerte von Liegenschaften im Durchschnitt verzinst werden. Für erstklassige Büroimmobilien in den Toplagen der Investmentzentren beobachtet BNP Paribas im bisherigen Jahresverlauf hingegen eine Stabilisierung auf dem Vorjahresniveau von knapp 4,4 %, womit zumindest in diesem Marktsegment auch der Rückgang der Kapitalwerte gestoppt sein dürfte (vgl. Abbildung 25).



Quelle: BNP Paribas Real Estate, Investmentmarkt Deutschland, Q3 2024; vdp Indizes für Büroimmobilien; IVA-Berechnungen

Abbildung 25: Entwicklung der Spitzenrendite und des Liegenschaftszinssatzes für Büroimmobilien von 2015 bis Q3 2024

231. Für die Attraktivität von Immobilien als Anlageklasse ist u.a. die Risikoprämie entscheidend, also die Differenz zwischen Mietrendite zum Erwerbszeitpunkt und dem risikofreien Zinssatz. Wie stark der Investmentmarkt für Büroimmobilien in den vergangenen drei Jahren an Attraktivität eingebüßt hat, verdeutlicht die nachfolgende Grafik (vgl. Abbildung 26). Im Zeitraum 2015 bis 2021 schwankte der Liegenschaftszinssatz um die Marke von 4,0 %, während sich die Rendite zehnjähriger Bundespapiere in Nähe der Nulllinie bewegte und diese ab 2019 sogar unterschritt. Damit erhielten Anleger in diesem Zeitraum für Investitionen in Büroimmobilien eine um die Marke von 4,0 % schwankende Risikoprämie. Die ebenfalls äußerst niedrigen Hypothekenzinsen sorgten zudem dafür, dass die Immobilienrendite selbst bei Vollfinanzierung allenfalls marginal geschmälert wurde. Das Bild änderte sich erst, als es 2022 zu einer scharfen Trendwende bei den Zinsen kam. Zehnjährige Staatstitel verzeichneten einen rasanten Renditeanstieg, der sie im Jahresschnitt 2023 auf ein Niveau von 2,5 % führte, während der Hypothekenzins mittlerer Laufzeit (neun bis zehn Jahre) binnen zwei Jahren um mehr als 200 Basispunkte auf 3,2 % anzog. Die Risikoprämie sank zwischenzeitlich auf unter 2,0 %, bevor sie sich jüngst auf ein Niveau von rund 2,4 % erholte.



Quelle: BNP Paribas Real Estate, Investmentmarkt Deutschland, Q3 2024; vdp Indizes für Büroimmobilien; IVA-Berechnungen

Abbildung 26: Renditevergleich zwischen Büroimmobilien und zehnjährigen Staatsanleihen von 2015 bis Q3 2024

232. Mit der Zinswende ging auch ein Paradigmenwechsel am Immobilienmarkt einher. Die Performanceerwartung eines Immobilieninvestments beruhte jahrelang vornehmlich auf einer fortgesetzten – und damit steigende Kapitalwerte implizierenden – Renditekompression. Bei sehr hoher Nachfrage nach Büroimmobilien ließen sich auch bei einem vernachlässigten

Objektmanagement überdurchschnittliche Mieterlöse erzielen. Inzwischen ist allerdings aus einem Vermietermarkt ein Mietermarkt geworden, in dem für Bestandshalter wie alstria ein aktives Objektmanagement und das Heben von Ertragspotenzialen im Vordergrund stehen. Anders ausgedrückt, Mieteinnahmen lösen wieder Wertsteigerungen als wesentlichen Performancetreiber ab (vgl. Bulwiengesa, Gesamtmietbetrachtung Büromarkt Deutschland, 15. Februar 2023, S. 4).

233. Für den deutschen Büromarkt als Anlageziel sprechen derzeit die im internationalen Vergleich niedrigen Leerstandsquoten, das im Premiumsegment sehr geringe Flächenangebot, tendenziell steigende Spitzenmieten sowie aufwärts tendierende Durchschnittsmieten in den A-Standorten (vgl. BNP Paribas Real Estate, Büro-Investmentmarkt, Q4 2023, S 4). Dem entgegen steht die Unsicherheit aus der Entwicklung der Bürobeschäftigtenzahlen im Licht der demographischen Entwicklung sowie ein möglicherweise geringerer Flächenbedarf infolge hybrider Arbeitsplatzmodelle. Zudem verspüren Investoren nicht mehr den Anlagedruck wie zu Zeiten des zinsgetriebenen Superzyklus, was sie vorsichtiger und selektiver agieren lässt.

Bulwiengesa rechnet vor diesem Hintergrund für 2024 mit weiter steigenden Renditen, bevor die erwarteten Zinssenkungen mittelfristig für eine Stabilisierung des Renditeniveaus sorgen, gefolgt von einem leichten Absinken (vgl. Bulwiengesa, Frühjahrsprognosen 2024, 29. Mai 2024). Neben den bereits beschriebenen Trends könnte es dabei zu einer weiteren Differenzierung zwischen dem Prime-Segment, Cityrandlagen und periphereren Teilmärkten kommen (vgl. CBRE; „Transaktionsgeschehen am Büroimmobilienmarkt Deutschland stabilisiert sich weiter“, 8. Oktober 2024). Dies dürfte auch Implikationen für den Bürovermietungsmarkt haben.

b) Wettbewerbsumfeld

234. Die alstria positioniert sich als führender Akteur im deutschen Büroimmobilienmarkt, indem sie eine klare und differenzierte Wettbewerbsstrategie verfolgt. Der Fokus des Unternehmens liegt auf hochwertigen Büroimmobilien in den führenden Wirtschaftszentren Deutschlands, wobei besonderes Augenmerk auf die langfristige Bewirtschaftung gelegt wird, um stabile und nachhaltige Erträge zu sichern. Alstria kombiniert dabei eine selektive Akquisitionsstrategie mit gezielten Modernisierungs- und Renovierungsmaßnahmen, um Immobilienwerte nachhaltig zu steigern.
235. Ein zentraler Bestandteil der Strategie ist die Übernahme von sanierungsbedürftigen Immobilien mit hohen Leerständen. Diese Objekte werden durch umfangreiche Renovierungsmaßnahmen in moderne, attraktive und marktfähige Büroflächen verwandelt, die sowohl den ESG-Kriterien als auch den Anforderungen eines dynamischen Immobilienmarktes

gerecht werden. Dieser Ansatz ermöglicht nicht nur eine signifikante Wertsteigerung der Immobilien, sondern auch die Gewinnung langfristiger und bonitätsstarker Mieter.

236. Die Wettbewerbssituation ist für alstria derweil anspruchsvoll, das Unternehmen tritt beim Ankauf von Objekten neben etablierten Immobilienunternehmen gegen eine Vielzahl von nationalen und internationalen Investoren an, darunter Pensionskassen, Staatsfonds, Private-Equity-Gesellschaften und spezialisierte Fondsmanager. Der Wettbewerb variiert je nach Investitionsvolumen und den spezifischen Eigenschaften der Objekte. Besonders an attraktiven Standorten ist die Konkurrenz um renditestarke Immobilien intensiv, da diese von zahlreichen Investoren stark nachgefragt werden. Finanzielle Stärke sowie strategisches Verhandlungsgeschick sind somit von zentraler Bedeutung für die Gesellschaft. Die gegenwärtig restriktive Geldpolitik hat den Wettbewerbsdruck auf dem deutschen Immobilienmarkt jedoch abgeschwächt, da der Markt für Investoren ohne Immobilienfokus weniger attraktiv geworden ist. Gleichzeitig haben sich die Hürden für den Markteintritt erhöht, da der Zugang zu Kapital erheblich erschwert wurde.
237. Mit einer klaren Strategie, soliden finanziellen Ressourcen und ihrer Expertise in der erfolgreichen Sanierung komplexer Objekte ist die alstria in der Lage, auch in diesem selektiven Marktumfeld weiter zu wachsen. Insbesondere die Stärke der alstria in der gezielten Sanierung und Aufwertung von Immobilien sichert der Gesellschaft einen nachhaltigen Vorteil gegenüber anderen Marktteilnehmern.
238. Im Rahmen unserer Peer Group-Analyse für Zwecke der Ermittlung der Kapitalkosten haben wir elf börsennotierte Vergleichsunternehmen identifiziert. Der Prozess der Identifizierung potenzieller Vergleichsunternehmen sowie die Auswahlkriterien für die Bestimmung der angesetzten Peer Group werden im Abschnitt D.IV.6.c)bb) dargelegt. Bei den identifizierten Unternehmen handelt es sich um Immobilienverwalter und -entwickler, die in den europäischen Wirtschaftszentren tätig sind und deren Portfoliofokus auf Büroimmobilien liegt. Eine absolute Deckungsgleichheit der Unternehmen zum Bewertungsobjekt ist weder möglich noch erforderlich. Stattdessen sollten die künftigen Einzahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens weitgehend einem übereinstimmenden operativen Risiko unterliegen.
239. Im Folgenden werden die von uns identifizierten börsennotierten Vergleichsunternehmen dargestellt, die für Zwecke der Ermittlung des Betafaktors herangezogen wurden. Es handelt sich insofern nicht um Wettbewerber im eigentlichen Sinn bei der Vermarktung von Büroflächen in Deutschland.
240. **CA Immobilien Anlagen AG, Wien/Österreich**, ist ein führender Anbieter von Premium-Büroimmobilien in erstklassigen urbanen Lagen in Europa. Der geografische Schwerpunkt

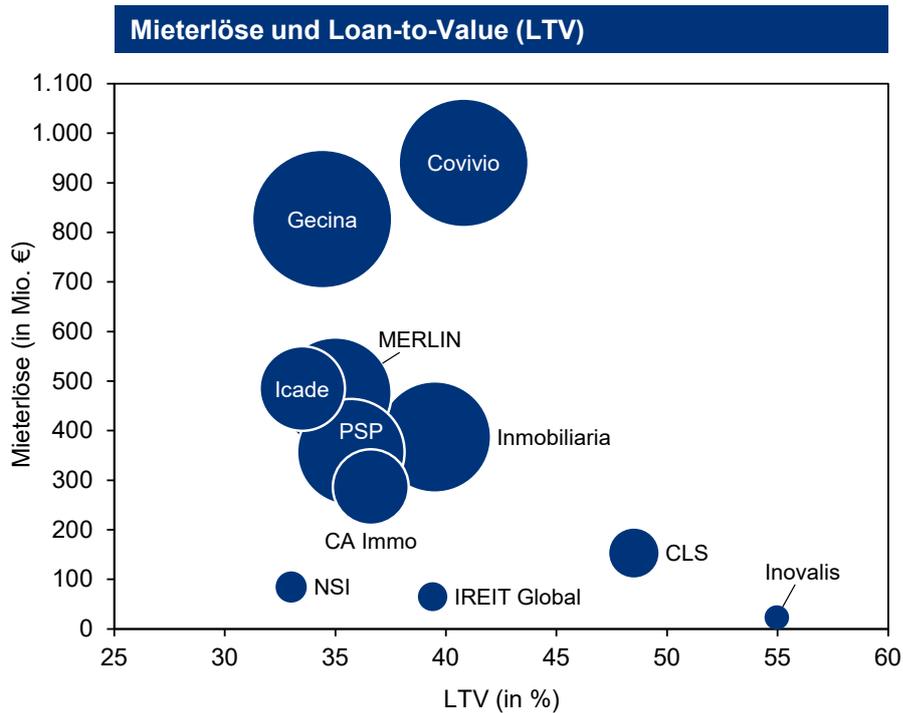
liegt auf Deutschland, Österreich sowie den zentral- und osteuropäischen Hauptstädten unter anderem mit Berlin, München, Frankfurt, Wien, Prag und Warschau, wobei Deutschland mit einem Portfolioanteil von 66 % den Kernmarkt darstellt. Das Immobilienportfolio besteht zu etwa 94 % aus modernen Bürogebäuden mit hohen technischen Standards, zentralen Standorten und nachhaltiger Bauweise, von denen ein Großteil nach ESG-Kriterien zertifiziert ist. Neben der Bestandshaltung investiert das Unternehmen in Entwicklungsprojekte und setzt auf eine gezielte Kapitalrotation zur Portfoliooptimierung. Zum 31. Dezember 2023 betrug der Wert des Immobilienportfolios rund 5,2 Mrd. €, während die Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2023 bei etwa 419,3 Mio. € lagen. Zum Bewertungsstichtag weist das Unternehmen ein Rating von Baa3 gemäß der Ratingagentur Moody's auf (entspricht einem S&P Rating von BBB-).

241. **CLS Holdings plc, London/Großbritannien**, ist ein führender Investor in Büroimmobilien mit einem Portfolio von 86 Objekten in Großbritannien, Deutschland und Frankreich im Gesamtwert von 2,4 Mrd. € zum 31. Dezember 2023. Dieses verteilt sich mit rd. 45 % bzw. rd. 43 % fast gleichmäßig auf Großbritannien und Deutschland. Rund 91 % des Portfolios besteht aus nachhaltig ausgerichteten Bürogebäuden, die an eine diversifizierte Mieterbasis vermietet sind, darunter staatliche Einrichtungen und große Unternehmen. Das Unternehmen fokussiert sich zudem auf die Modernisierung und Weiterentwicklung seiner Immobilien, um Miet- und Wertsteigerungen zu realisieren. Im Geschäftsjahr 2023 erzielte CLS Umsatzerlöse von 171,4 Mio. €.
242. **Covivio S.A., Metz/Frankreich**, ist ein europäischer Immobilienkonzern, der sich auf Büro-, Hotel- und Wohnimmobilien spezialisiert hat. Der Portfoliogesamtwert von rd. 15,1 Mrd. € zum 31. Dezember 2023 verteilt sich dabei zu 52 % auf Büroimmobilien, zu 31 % auf Wohnimmobilien und zu 17 % auf Hotels. Die Objekte liegen in zentralen Lagen von Städten wie Paris, Berlin und Mailand und sind zu 96,7 % vermietet. Covivio setzt auf nachhaltige Immobilien und eine aktive Wertschöpfungsstrategie durch Modernisierungen und Neubauten. Im Jahr 2023 erzielte das Unternehmen Umsatzerlöse von 1.019,6 Mio. €. Zum Bewertungsstichtag weist das Unternehmen ein S&P Rating von BBB+ auf.
243. **Gecina S.A., Paris/Frankreich**, ist ein Immobilieninvestor mit Fokus auf innovative und nachhaltige Wohn- und Arbeitsräume in der Region Paris. Das Portfolio umfasst 1,2 Mio. m² Büroflächen und über 9.000 Wohneinheiten, die zum 31. Dezember 2023 mit 17,1 Mrd. € bewertet sind. Büroimmobilien machen hierbei rd. 79 % des Portfoliowertes aus. Der Fokus liegt auf zentral gelegenen, flexiblen und umweltfreundlichen Gebäuden, die den modernen Anforderungen an Arbeits- und Wohnräume gerecht werden. Neben der Immobilienverwaltung ist das Unternehmen auch in der Renovierung und Modernisierung von Objekten tätig, um den Wert und die Nachhaltigkeit seines Portfolios weiter zu steigern. Im Geschäftsjahr 2023 erzielte Gecina Umsatzerlöse in Höhe von 802,4 Mio. €. Zum Bewertungsstichtag weist das Unternehmen ein S&P Rating von A- auf.

244. **Icade S.A., Paris/Frankreich**, ist ein führender Immobilienentwickler und -investor in Frankreich mit einem Fokus auf Büro- und Gewerbeimmobilien. Das Portfolio ist zum 31. Dezember 2023 mit 6,5 Mrd. € bewertet und umfasst zu rd. 82 % Büroimmobilien sowie zu rd. 11 % leichte Industrieimmobilien. Der geografische Fokus liegt auf der Region Paris und anderen großen französischen Städten. Das Unternehmen setzt auf nachhaltige Bauweise, mit einem klaren Engagement für CO₂-Reduktion und die Integration von Natur in städtische Räume. Ergänzend zum Immobilienmanagement investiert Icade in die Umnutzung und Revitalisierung bestehender Objekte sowie in innovative Lösungen wie modulare Büroräume und nachhaltige Baumaterialien. Im Jahr 2023 erzielte Icade einen Umsatz von 1.524,7 Mio. €. Zum Bewertungsstichtag weist das Unternehmen ein S&P Rating von BBB+ auf.
245. **Inmobiliaria Colonial SOCIMI, S.A., Barcelona/Spanien**, ist eine spanische börsennotierte Immobiliengesellschaft (REIT), die sich auf erstklassige Büroimmobilien in zentralen Geschäftsvierteln („Central Business Districts“, kurz „CBD“) spezialisiert hat. Das Portfolio umfasst hochwertige Büroflächen in den Hauptmärkten Paris, Madrid und Barcelona, die rd. 97 % des Portfoliogesamtwerts ausmachen. Diese verteilen sich zu rd. 65 % auf Paris, zu 22 % auf Madrid und zu 13 % auf Barcelona. Rd. 78 % der Immobilien sind dabei in CBD-Lagen angesiedelt. Das Unternehmen betreibt zudem Flexible Office Spaces unter der Marke Utopicus und verwaltet ein umfangreiches Entwicklungsportfolio, das Projekte wie das Louvre Saint-Honoré in Paris und die Méndez Álvaro Offices in Madrid umfasst. Zum 31. Dezember 2023 betrug der Marktwert des Immobilienportfolios rd. 11,3 Mrd. €, während die Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2023 rund 399,7 Mio. € betragen. Zum Bewertungsstichtag weist das Unternehmen ein S&P Rating von BBB+ auf.
246. **Inovalis Real Estate Investment Trust, Toronto/Kanada**, verwaltet ein diversifiziertes Immobilienportfolio mit Schwerpunkt auf Büroimmobilien in Frankreich, Deutschland und Spanien. Das Portfolio umfasst 13 Objekte mit einer Gesamtfläche von rd. 143.000 m² Bruttomietfläche, von denen sich sechs Objekte in Frankreich, sechs in Deutschland und eins in Spanien befindet. Während sich die deutschen Immobilien auf Duisburg, Stuttgart, München und das Einzugsgebiet von Frankfurt am Main verteilen, ist der französische Anteil des Portfolios im Großraum Paris und der spanische Anteil in Madrid angesiedelt. Zum 31. Dezember 2023 betrug der Marktwert des Portfolios ca. 541 Mio. €, während die Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2023 bei etwa 13,4 Mio. € lagen.
247. **IREIT Global, Singapur**, ist ein auf westeuropäische Gewerbeimmobilien spezialisiertes Immobilienunternehmen. Das Portfolio umfasst Büroimmobilien in Deutschland und Spanien sowie Einzelhandelsimmobilien in Frankreich und hatte zum 31. Dezember 2023 einen Marktwert von rund 880,8 Mio. €. Deutschland stellt mit rd. 61 % den größten Anteil des Portfoliowerts, gefolgt von Frankreich mit 24 % und Spanien mit 15 %. Auch gemessen an den Umsatzerlösen ist Deutschland mit 58 % der wichtigste Markt des Unternehmens. Die

Büroimmobilien verteilen sich in Deutschland auf Berlin, Bonn, Darmstadt, Münster und München, während die spanischen Büroobjekte in Barcelona und Madrid ansässig sind. Die französischen Einzelhandelsimmobilien umfassen Filialen des Sportartikelhändlers Decathlon und des Lebensmitteldiscounters B&M. Im Geschäftsjahr 2023 erzielte IREIT Global Umsatzerlöse von rund 65,0 Mio. €.

248. **MERLIN Properties SOCIMI, S.A., Madrid/Spanien**, ist eine spanische börsennotierte Immobiliengesellschaft (REIT) die sich auf die Akquisition, Entwicklung und Verwaltung hochwertiger Gewerbeimmobilien vorwiegend in Madrid, Barcelona und Lissabon spezialisiert hat. Der Fokus des Portfolios liegt mit rd. 55 % auf Büroflächen, gefolgt von Shopping-Centern (18 %) und Logistikimmobilien (16 %). Zum 31. Dezember 2023 betrug der Marktwert des Immobilienportfolios ca. 11,3 Mrd. €, während die Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2023 bei rund 504,7 Mio. € lagen. Zum Bewertungsstichtag weist das Unternehmen ein S&P Rating von BBB+ auf.
249. **NSI N.V., Hoofddorp/Niederlande**, ist ein führender Immobilieninvestor und -entwickler, der sich auf die Entwicklung und Verwaltung hochwertiger Büroimmobilien in den Niederlanden spezialisiert hat. NSI verfolgt eine strategische Ausrichtung auf zukunftsorientierte Büroflächen und flexible Arbeitsumgebungen in stark nachgefragten Städten wie Amsterdam, Utrecht und Rotterdam. Das Portfolio umfasst zum 31. Dezember 2023 46 Immobilien mit einem Marktwert von etwa 1,0 Mrd. €. Im Geschäftsjahr 2023 erzielte das Unternehmen Umsatzerlöse in Höhe von rd. 84,7 Mio. €.
250. **PSP Swiss Property AG, Zug/Schweiz**, ist eines der führenden Immobilienunternehmen in der Schweiz mit Schwerpunkt auf Büro- und Geschäftsimmobilien in erstklassigen Lagen der wichtigsten Wirtschaftszentren des Landes, darunter Zürich, Genf, Basel, Bern und Lausanne. Das Portfolio des Unternehmens umfasst 162 Immobilien sowie 11 Bau- und Entwicklungsflächen, die zum 31. Dezember 2023 einen Bilanzwert von rund 10,3 Mrd. € aufweisen. Mit einem starken Fokus auf Nachhaltigkeit und Modernisierungen entwickelt PSP Swiss Property innovative Projekte wie den nachhaltigen Holzneubau „Clime“ in Basel und kombiniert erstklassige Bauqualität mit umweltfreundlichen Konzepten. Im Geschäftsjahr 2023 erzielte das Unternehmen Umsatzerlöse von rund 399,6 Mio. €. Zum Bewertungsstichtag weist das Unternehmen ein Rating von A3 gemäß der Ratingagentur Moody's auf (entspricht einem S&P Rating von A-).
251. Die folgende Abbildung gibt eine Übersicht über die zuvor beschriebenen Vergleichsunternehmen und stellt wesentliche Finanzkennzahlen der Unternehmen dar.



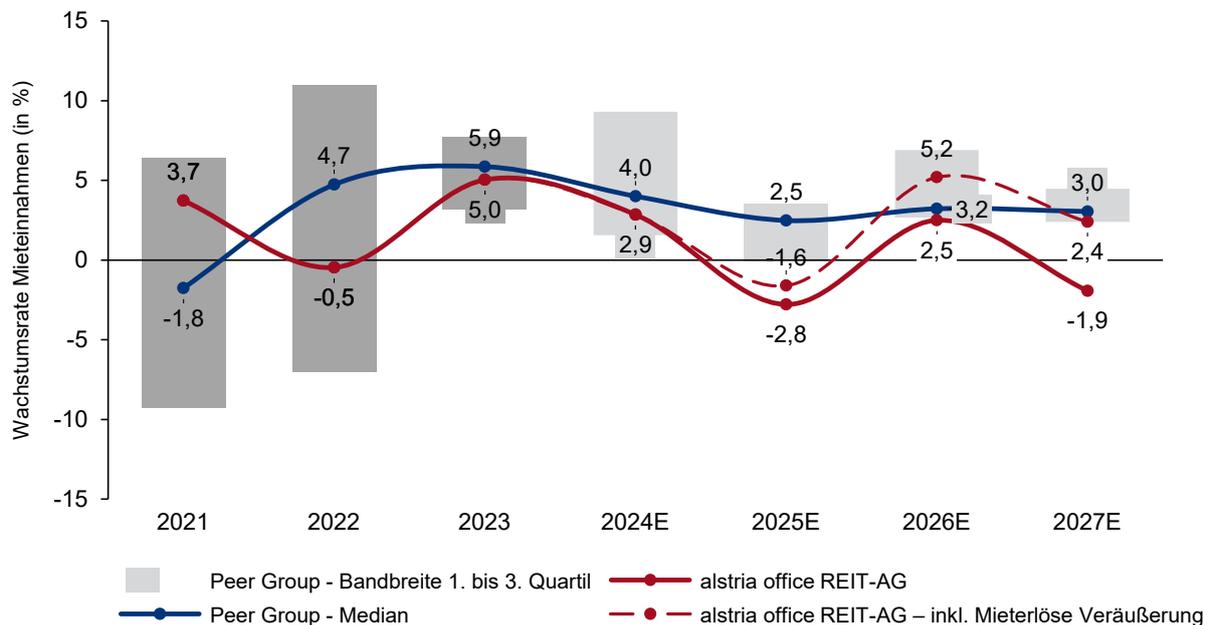
● Größe des Kreises stellt den Marktwert des Immobilienvermögens zum 31.12.2023 dar.

Mieterlös- sowie LTV-Kennzahlen jeweils zum Ende des Geschäftsjahres 2023.

Quelle: Capital IQ; IVA-Analysen

Abbildung 27: Wesentliche Kennzahlen der Peer Group-Unternehmen

252. Zur weiteren Analyse der ausgewählten börsennotierten Vergleichsunternehmen und ihrer wirtschaftlichen Entwicklung im Vergleich zur alstria haben wir wesentliche Finanzkennzahlen der Peer Group untersucht und den entsprechenden Kennzahlen der alstria gegenübergestellt. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der historischen Wachstumsraten der Umsatzerlöse für die Vergleichsunternehmen und die alstria. Die Abbildung enthält außerdem die auf Basis von Analystenschätzungen ermittelten Prognosewerte der Umsatzwachstumsraten der Vergleichsunternehmen sowie die Planwerte der alstria. Bei den Umsatzerlösen wurden bei der alstria wegfallende Mieterlöse aus geplanten Veräußerungen mitberücksichtigt.

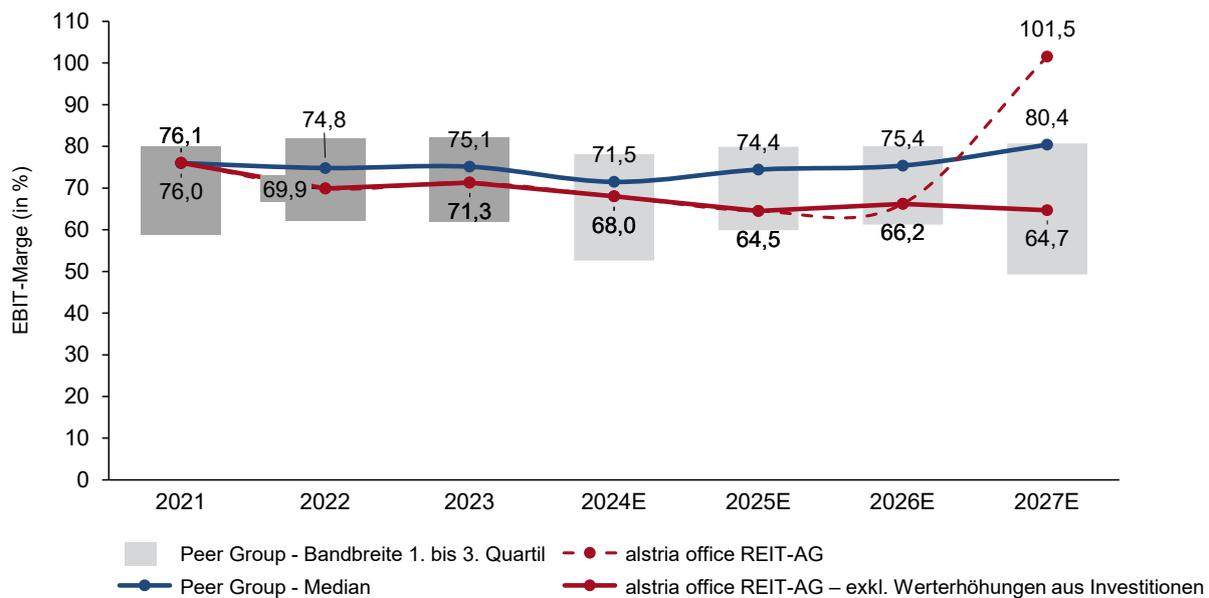


Quelle: alstria; Capital IQ; IVA-Analysen

Abbildung 28: Entwicklung des Umsatzwachstums der alstria und der Bandbreite des Umsatzwachstums der Peer Group für die Jahre 2021 bis 2027

253. Die alstria-Gruppe weist in den vergangenen drei Geschäftsjahren eine volatile Entwicklung des Umsatzwachstums auf. Nach einem Anstieg um 3,7 % im Geschäftsjahr 2021 verzeichnete das Unternehmen im Geschäftsjahr 2022 einen Rückgang der Umsätze um 0,5 %. Im darauffolgenden Jahr konnte dagegen wieder ein solider Zuwachs in Höhe von 5,0 % realisiert werden. Für 2024 wird ein moderates Wachstum von 2,9 % prognostiziert, bevor 2025 mit 2,8 % ein deutlicher Umsatzrückgang erwartet wird. Nach einem zwischenzeitlichen Umsatzwachstum in 2026 (2,5 %) geht die Planung für 2027 erneut von einem Umsatzrückgang in Höhe von 1,9 % aus. Diese zyklische Entwicklung ist im Wesentlichen auf die geplanten Immobilienverkäufe zurückzuführen. Die Wachstumsrate inklusive der Mieterlöse aus Veräußerungen entwickelt sich ebenfalls volatil, die jedoch mit Ausnahme des Jahres 2025 innerhalb der Bandbreite (1. bis 3. Quartil) der Wachstumsraten der Peer Group liegt. Die Mietwachstumsraten der Peer Group zeigen über den Beobachtungszeitraum hinweg eine ebenfalls volatile Entwicklung. Nach einem Rückgang der Umsatzerlöse um 1,8 % im Median im Jahr 2021, konnten die Vergleichsunternehmen in den Jahren 2022 und 2023 mit Wachstumsraten von 4,7 % bzw. 5,9 % wieder zulegen. Für die kommenden Jahre deuten Analystenschätzungen auf einen leichten Rückgang des Umsatzwachstums hin. Für das Jahr 2027 wird noch eine Wachstumsrate von 3,0 % erwartet. Insgesamt liegt die geplante Wachstumsrate der Mieterlöse (inkl. Mieterlöse aus Veräußerung) mit einigen Ausnahmen innerhalb der Bandbreite (1. bis 3. Quartil) der Peer Group.

254. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der historischen EBIT-Margen für die Peer Group und die alstria. Die Abbildung enthält außerdem die auf Basis von Analystenschätzungen ermittelten Prognosewerte der EBIT-Margen der Peer Group sowie die originären sowie bereinigten Planwerte der alstria.



Quelle: alstria; Capital IQ; IVA-Analysen

Abbildung 29: Entwicklung der EBIT-Marge der alstria und der Bandbreite der EBIT-Marge der Peer Group für die Jahre 2021 bis 2027

255. Aus der Abbildung geht hervor, dass die EBIT-Marge der alstria in den letzten drei Geschäftsjahren auf einem vergleichbaren Niveau zur Peer Group lag. Die Marge der alstria verzeichnete dabei einen Rückgang, von 76,0 % im Jahr 2021 auf 71,3 % im Jahr 2023. Der Median der EBIT-Margen der Vergleichsunternehmen ging im selben Zeitraum ebenfalls marginal zurück, er sank von 76,0 % im Jahr 2021 auf 75,1 % im Jahr 2023. Nach einem erwarteten kurzfristigen Rückgang der Median-Marge auf ein Niveau von 71,5 % im Jahr 2024 steigt der Median der durch Analysten prognostizierten EBIT-Margen der Peer Group auf 80,4 % im Jahr 2027 und damit auf ein Niveau über dem historischen Beobachtungszeitraum. Die Planungsrechnung der alstria sieht einen Rückgang der EBIT-Marge bis 64,5 % in 2025 vor. Der Rückgang der EBIT-Marge resultiert im Wesentlichen aus einem erwarteten Rückgang der Mieteinnahmen aufgrund von Verkäufen sowie aus den Fixkostenstrukturen im Grundstückbetriebsaufwand und im Personal- und Verwaltungsaufwand. Für das Jahr 2027 sieht die Managementplanung der alstria einen deutlichen Anstieg der EBIT-Marge auf 101,5 % vor, der sich in geplanten Werterhöhungen des Immobilienportfolios als Folge der

Entwicklungstätigkeiten begründet. Werden die zahlungsunwirksamen Bewertungseffekte im Rahmen der Planungsanalyse bereinigt, ergibt sich für die alstria für das Jahr 2027 eine bereinigte EBIT-Marge von 64,7 %. Insgesamt liegt die geplante Marge zwar unter dem Median der Peer Group, allerdings noch innerhalb der Bandbreite (1. bis 3. Quartil) der Peer Group.

II. Bewertungstichtag

256. Die Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung (§ 327b AktG) muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Als Bewertungstichtag wurde der 11. Februar 2025 zugrunde gelegt. An diesem Tag soll die außerordentliche Hauptversammlung der alstria über den Beschlussvorschlag zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin entscheiden.
257. Als technischer Bewertungstichtag wurde von der Bewertungsgutachterin der 1. Januar 2025 gewählt. Dementsprechend wurden die zu diskontierenden künftigen finanziellen Überschüsse zunächst auf diesen Tag abgezinst und anschließend mit dem maßgeblichen Kapitalisierungssatz auf den 11. Februar 2025 aufgezinst.
258. Den von der Bewertungsgutachterin festgelegten Bewertungstichtag und die entsprechende Vorgehensweise zur Ermittlung des Unternehmenswerts halten wir für sachgerecht.

III. Analyse des Börsenkurses

1. Vorbemerkung

259. Die alstria-Aktien (ISIN DE000A0LD2U1) sind zum Handel im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse bzw. XETRA und gleichzeitig im Teilbereich des Regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) zugelassen. Des Weiteren werden die Aktien u.a. im Freiverkehr der Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie an der Tradegate Exchange und der Wiener Börse gehandelt. Mit Wirkung zum 11. Februar 2022 erfolgte der Ausschluss der Aktie aus dem MDAX.
260. Die Entwicklung des Börsenkurses der alstria-Aktie wurde maßgeblich durch den am 4. November 2021 erfolgten Abschluss einer Investorenvereinbarung der Gesellschaft mit der Alexandrite Lake Lux Holdings S.à r.l., Luxemburg, einer Tochtergesellschaft der Brookfield Corporation, beeinflusst. Dabei sah die Investorenvereinbarung ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für alle ausstehenden Aktien der alstria von 19,50 € je Aktie vor. Die (erweiterte) Annahmefrist endete am 3. Februar 2022.
261. Die BPG Holdings Bermuda Limited hat dem Vorstand der alstria mit Schreiben vom 18. September 2024 mitgeteilt, dass sie beabsichtigt, ein Verfahren zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der alstria gegen eine angemessene Barabfindung auf die BPG Holdings Bermuda Limited nach §§ 327a AktG durchzuführen (sog. Squeeze Out). Am 18. September 2024 informierte die alstria die Öffentlichkeit per Ad hoc-Meldung über die Absicht der BPG Holdings Bermuda Limited, einen Squeeze Out anzustreben.
262. Der **BGH** hat mit seinem Beschluss vom 21. Februar 2023¹⁸ bestätigt, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft den gesetzlichen Bewertungszielen grundsätzlich nicht widerspricht. Mit Beschluss vom 31. Januar 2024 bestätigt er seine Börsenkursrechtsprechung aus dem Vorjahr und konstatiert im Tenor erneut, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft grundsätzlich eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts und des Werts der Beteiligung eines außenstehenden Aktionärs ist (vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 - II ZB 12/21, BGHZ 236, 180 Rn. 18).¹⁹
263. Der Börsenkurs wird vom BGH als eine eigenständige Bewertungsmethode gesehen, womit es eine wesentliche Weiterentwicklung zur „Untergrenzen“-Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts gibt. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer

¹⁸ Vgl. BGH, Beschluss vom 21.2.2023 – II ZB 12/21.

¹⁹ Vgl. BGH, Beschluss vom 31.1.2024 – II ZB 5/22.

effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann und der Börsenkurs somit keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert erlaube, könne der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.

264. Der Rückgriff auf Börsenkurse scheidet insofern aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist. Dies kann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat bzw. eine Marktengung vorliegt. Als Indizien für das Vorliegen einer Marktengung können geringe Handelsvolumina, ein Handel nur an wenigen Börsentagen und ein geringer Streubesitz der Aktien sein. Auch sind Börsenkurse dann eingeschränkt aussagekräftig, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen oder kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.
265. Nachfolgend werden die vom BGH mit Beschluss vom 31. Januar 2024 genannten Indikatoren zur Einschätzung der Relevanz des Börsenkurses anhand der folgenden Punkte für die alstria analysiert:
- a) Marktengung und Markttiefe,
 - b) Weitere Liquiditätskennzahlen,
 - c) Kursausschläge oder Kursmanipulationen,
 - d) Kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten
266. Nach der Rechtsprechung des BGH vom 19. Juli 2010 (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“, vgl. AG 2010, S. 629) ist bei einer Relevanz des Börsenkurses auf einen dreimonatigen Referenzzeitraum vor der Bekanntmachung der beabsichtigten Strukturmaßnahme abzustellen. Am 18. September 2024 informierte die alstria die Öffentlichkeit per Ad hoc-Meldung über die Absicht der BPG Holdings Bermuda Limited, einen Squeeze Out anzustreben. Der Referenzzeitraum für unsere Analysen ist demnach vom 18. Juni 2024 bis einschließlich 17. September 2024.

2. Marktenge und Markttiefe

267. Im Hinblick auf die Beurteilung der Marktenge bei einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme gibt es in der Literatur und in der Rechtsprechung unterschiedliche Auffassungen. Hinsichtlich der Kriterien, die für die Beurteilung einer Marktenge herangezogen werden können, wurden in der Literatur (vgl. insb. Wilm, NZG 2000, S. 238) Versuche unternommen, den unbestimmten Begriff der Marktenge zu objektivieren. Hierbei wurden insbesondere folgende Kriterien entwickelt:
- Anzahl der handelbaren Aktien,
 - Anteil des Börsenumsatzes im Verhältnis zum Streubesitz und
 - Anzahl der tatsächlichen Handelstage.
268. Der BGH hat „schematisierenden Betrachtungen“ in seiner Begründung zum Beschluss vom 12. März 2001 eine Absage erteilt (BGH, Beschluss vom 12. März 2001 - II ZB 15/00, vgl. AG 2001, S. 417).
269. Weiter konkretisiert wird die sog. Marktenge aber durch § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO. Nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO findet ein Börsenkurs bei der Ermittlung eines Mindestpreises im Rahmen eines Übernahmeangebotes keine Berücksichtigung, wenn
- an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt werden **und**
 - mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5,0 % voneinander abweichen.
270. In der folgenden Tabelle sind die Informationen zu Handelsvolumina sowie den korrespondierenden Aktienkursen (Schlusskurse) der alstria-Aktie an deutschen Handelsplätzen vom 18. Juni 2024 bis zum 17. September 2024 dargestellt. Die Tabelle enthält die in dem Zeitraum tatsächlich abgeschlossenen Transaktionen. An den in der Tabelle nicht aufgeführten Tagen war kein Handel der Aktien zu verzeichnen.

Datum	Aktienkurs €	Aktienkurs- Abweichung	Handelsvolumen €	Handelsvolumen Stück
18.06.2024	3,43		33.516	9.697
19.06.2024	3,41		2.443	700
20.06.2024	3,43	0,6%	13.447	3.891
21.06.2024	3,42	-0,3%	16.469	4.836
24.06.2024	3,36	-1,8%	373	107
25.06.2024	3,36	0,0%	34.267	10.127
26.06.2024	3,40	1,2%	6.337	1.864
27.06.2024	3,30	-2,9%	28.805	8.425
28.06.2024	3,34	1,2%	13.746	4.027
01.07.2024	3,38	1,2%	25.902	7.692
02.07.2024	3,36	-0,6%	22.153	6.532
03.07.2024	3,41	1,5%	34.154	9.991
04.07.2024	3,42	0,3%	68.509	19.775
05.07.2024	3,28	-4,1%	40.161	11.989
08.07.2024	3,38	3,0%	77.948	23.145
09.07.2024	3,39	0,3%	46.380	13.363
10.07.2024	3,42	0,9%	209.923	60.093
11.07.2024	3,35	-2,0%	29.577	8.617
12.07.2024	3,38	0,9%	5.002	1.472
15.07.2024	3,43	1,5%	7.267	2.106
16.07.2024	3,39	-1,2%	49.979	14.631
17.07.2024	3,49	2,9%	5.676	1.621
18.07.2024	3,41	-2,3%	167.360	48.092
19.07.2024	3,44	0,9%	807	230
22.07.2024	3,39	-1,5%	1.645	473
23.07.2024	3,37	-0,6%	12.001	3.504
24.07.2024	3,39	0,6%	52	15
25.07.2024	3,36	-0,9%	9.924	2.918
26.07.2024	3,35	-0,3%	43.692	12.868
29.07.2024	3,39	1,2%	11.714	3.401
30.07.2024	3,40	0,3%	97.855	28.223
31.07.2024	3,40	0,0%	346.954	100.053
01.08.2024	3,41	0,3%	334.305	96.347
02.08.2024	3,40	-0,3%	8.039	2.313
05.08.2024	3,41	0,3%	276.950	79.378
06.08.2024	3,40	-0,3%	3.885	1.132
07.08.2024	3,47	2,1%	33.673	9.869
08.08.2024	3,41	-1,7%	279.506	80.175
09.08.2024	3,48	2,1%	250.469	71.166
12.08.2024	3,41	-2,0%	291.675	84.158
13.08.2024	3,40	-0,3%	9.545	2.777
14.08.2024	3,45	1,5%	5.580	1.602
15.08.2024	3,43	-0,6%	66.371	19.024
16.08.2024	3,46	0,9%	184	53
19.08.2024	3,41	-1,4%	9.762	2.791
20.08.2024	3,45	1,2%	528.903	151.431
21.08.2024	3,42	-0,9%	44.708	12.811
22.08.2024	3,47	1,5%	18.025	5.211
23.08.2024	3,43	-1,2%	53.321	15.169
26.08.2024	3,43	0,0%	3.134	893
27.08.2024	3,44	0,3%	2.338	674
28.08.2024	3,43	-0,3%	175.155	50.238
29.08.2024	3,43	0,0%	7.813	2.233
30.08.2024	3,46	0,9%	89.879	25.544

Datum	Aktienkurs €	Aktienkurs- Abweichung	Handelsvolumen €	Handelsvolumen Stück
02.09.2024	3,54	2,3%	5.537	1.512
03.09.2024	3,60	1,7%	17.479	4.816
04.09.2024	3,62	0,6%	7.491	2.030
05.09.2024	3,54	-2,2%	29.776	8.284
06.09.2024	3,57	0,8%	5.432	1.510
09.09.2024	3,58	0,3%	21.103	5.784
10.09.2024	3,58	0,0%	30.760	8.525
11.09.2024	3,61	0,8%	51.821	14.238
12.09.2024	3,61	0,0%	7.538	2.065
13.09.2024	3,61	0,0%	9.198	2.530
16.09.2024	3,61	0,0%	7.024	1.928
17.09.2024	3,62	0,3%	152.788	41.962
Gesamt			4.303.204	1.234.651

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 10: Übersicht zu Handelsvolumina und Aktienkursen der alstria-Aktie vom 18. Juni 2024 bis zum 17. September 2024

271. Im maßgeblichen dreimonatigen Zeitraum vor der Bekanntmachung der Maßnahme war der Handel der Aktie der alstria von einem schwankenden Volumen geprägt. Für die Aktie der alstria wurden an 66 von möglichen 66 Börsentagen Umsätze verzeichnet, also an 100,0 % der möglichen Handelstage. Insgesamt wurden im betrachteten Zeitraum 1.234.651 Aktien mit einem Handelsumsatz von insgesamt 4.303.204 € gehandelt.
272. Im betrachteten Zeitraum konnten keine Aktienkursabweichungen um mehr als 5,0 % an mehreren nacheinander festgestellten Börsenkursen festgestellt werden.
273. Im Sinne der WpÜG-AngVO liegt somit keine Marktenge vor. Der durchschnittliche Börsenkurs kann insoweit entsprechend den Kriterien der WpÜG-AngVO als Indikator für den Verkehrswert der Aktie nicht verworfen werden.
274. Auf Basis unserer oben dargestellten Berechnungen können wir den durch die Bewertungsgutachterin herangezogenen BaFin-Kurs (umsatzgewichteter Dreimonatsdurchschnittskurs zum 17. September 2024) nachvollziehen. Dieser betrug für den Zeitraum vom 18. Juni 2024 bis einschließlich 17. September 2024 **3,49 € je Aktie**.

3. Weitere Liquiditätskennzahlen

275. Ein Gradmesser für die Liquidität sind neben Handelsvolumen, Handelstagen und Streubesitzanteil (Free-Float) auch die Geld-Brief-Spannen (im Folgenden: „Bid-Ask-Spread“ oder kurz: „BAS“), deren Bedeutung im Vorlagebeschluss des OLG Frankfurt vom 26. April 2021 hervorgehoben wurde (vgl. OLG Frankfurt, 26. April 2021, 21 W 139/19).
276. Die Differenz zwischen Geld- und Briefkurs ist in Form von Transaktionskosten von den Marktteilnehmern zu tragen. Je geringer der BAS ist, desto liquider ist das gehandelte

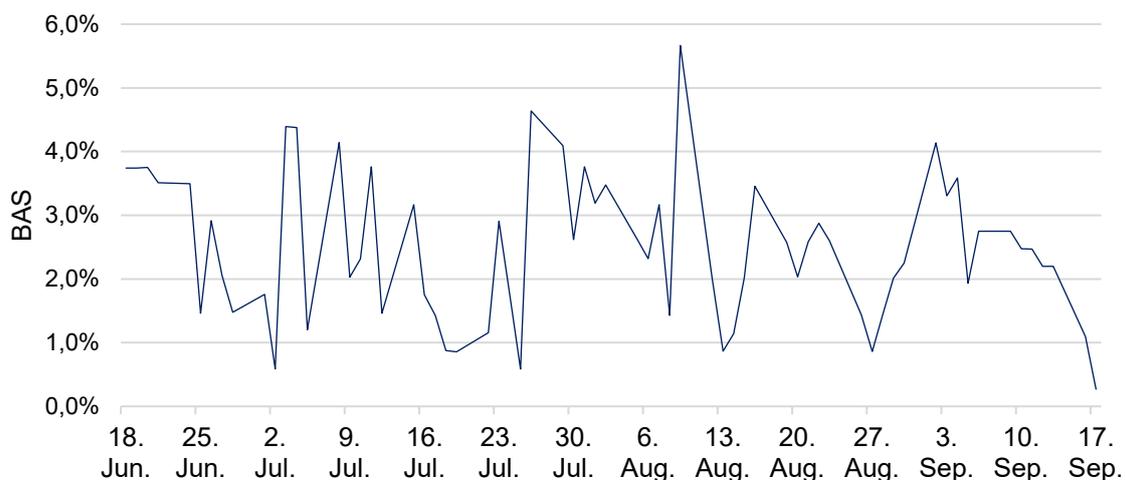
Wertpapier. Eine einheitliche Untergrenze zur Abgrenzung von illiquiden Aktienkursen hat sich bisher in der Bewertungspraxis nicht etabliert. Nach Auffassung des OLG Frankfurt liegt bei BAS für unterschiedliche Betrachtungszeiträume von 1,56 % bzw. 1,88 % kein hinreichend liquider Handel vor (vgl. OLG Frankfurt, 26.1.2015, 21 W 26/13, Tz. 55). Das OLG Frankfurt erachtet unter Verweis auf Analysen des gerichtlich bestellten Sachverständigen eine hinreichende Liquidität für die Bestimmung unverzerrter Betafaktoren nicht mehr für gegeben, wenn der BAS größer als 1,25 % ist (vgl. OLG Frankfurt, 26.1.2015, 21 W 26/13, Tz. 55). Diese Auffassung wird vom LG Stuttgart geteilt, das bei einem BAS von über 1,25 % und einem täglichen Handelsumsatz von bis zu 115 T€ nicht mehr von einem hinreichend liquiden Börsenkurs ausgeht (vgl. LG Stuttgart, 20.12.2018, 31 O 38/16, S. 103). Das LG München sieht den Grenzwert, bei dem eine hinreichende Liquidität nicht mehr vorliegt, bei einem BAS von über 1,25 % (vgl. LG München, 2.12.2016, 5 HK 5781/15). Das OLG Hamburg sieht bei einem durchschnittlichen BAS von 4,78 % nicht die Grundlage dafür, dass allein hieraus auf das Fehlen einer Veräußerungsmöglichkeit der Minderheitsaktionäre im Freiverkehr geschlossen werden kann, angesichts des im entschiedenen Fall tatsächlich realisierten Handelsvolumens von 15,1 % (13.909 im Referenzzeitraum gehandelte Aktien in Relation zu 92.137 frei handelbaren Aktien). Jedenfalls kann gemäß OLG Hamburg allein hierauf nicht die Annahme einer Marktengpass gestützt werden, wenn tatsächlich Aktienhandel in nicht unerheblichem Umfang stattgefunden hat und die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO nicht erfüllt sind (vgl. OLG Hamburg, 07.09.2020, 13 W 122/20).

277. Die Bewertungsgutachterin hat für den Referenzzeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme vom 18. Juni 2024 bis zum 17. September 2024 einen durchschnittlichen BAS i.H.v. 2,25 % ermittelt.
278. Des Weiteren stellt die Bewertungsgutachterin den durchschnittlichen BAS i.H.v. 2,25 % im Zeitraum vom 18. Juni 2024 bis zum 17. September 2024 in Relation zu den durchschnittlichen BAS der DAX- (0,187 %), MDAX- (0,323 %), SDAX- (0,535 %) sowie Peer Group-Unternehmen (1,082%). Sie kommt zu dem Ergebnis, dass der BAS für die alstria-Aktie deutlich über den aufgeführten Mittelwerten liegt.
279. Ferner hat die Bewertungsgutachterin im Referenzzeitraum ein durchschnittliches tägliches Handelsvolumen von rd. 18.700 Aktien ermittelt, was einem Anteil von 0,01 % des gesamten Aktienbestands zum 18. September 2024 entspricht. Durchschnittlich lag das Handelsvolumen bei rd. 64,2 T€ im Referenzzeitraum. Der kumuliert über den Referenzzeitraum erfolgte Handel von rd. 1,2 Mio. Aktien entspricht einem Anteil von 0,67 % in Bezug auf die ausstehenden Aktien der alstria.
280. Im Ergebnis der Liquiditätsanalysen stellt die Bewertungsgutachterin fest, dass die alstria-Aktie im Referenzzeitraum einen höheren BAS im Vergleich zu den Referenzindizes bzw. Peer

Group-Unternehmen aufweist. ValueTrust weist ebenfalls darauf hin, dass die alstria-Aktie von einer ausreichenden Liquidität gekennzeichnet ist. Auch wenn der Free Float vor Ankündigung des Squeeze Out gering war und das Handelsvolumen vergleichsweise niedrig, so habe ein kontinuierlicher Handel mit der alstria-Aktie stattgefunden. Nach Auffassung der Bewertungsgutachterin bestehen keine grundsätzlichen Bedenken gegen die Verwendung des Börsenkurses als Maßstab für die Abfindungsermittlung.

281. Zur Beurteilung der Liquidität haben wir eigene Analysen durchgeführt und die Entwicklung des relativen BAS der alstria-Aktie im Dreimonatszeitraum, endend zum 17. September 2024, dem Tag vor Bekanntgabe des Übertragungsverlangens, analysiert.
282. Die folgende Abbildung zeigt die Entwicklung des relativen BAS für den Dreimonatszeitraum per 17. September 2024.

Relativer BAS der alstria Office REIT-AG (18.06.2024 - 17.09.2024)



Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Abbildung 30: Relativer BAS der alstria-Aktie vom 18. Juni 2024 bis zum 17. September 2024

283. Der relative BAS der alstria-Aktie liegt im Betrachtungszeitraum zwischen 0,27 % und 5,67 %, im Durchschnitt (Median) bei 2,47 % (2,39 %). Damit liegt der relative BAS der alstria-Aktie im Betrachtungszeitraum über den in der Rechtsprechung und in der Literatur vorherrschend als Obergrenze erachteten Werte.
284. Darüber hinaus haben wir den Handelsumsatz und die Handelsquote der Aktie sowie den im Streubesitz befindlichen Anteil der Aktien der Gesellschaft für Zeiträume von zwei, drei und

fünf Jahren bis einschließlich 17. September 2024 untersucht. Die Analyse bezieht sich dabei auf die entsprechenden Werte für an deutschen Handelsplätzen notierte Aktien. In der folgenden Tabelle werden die Ergebnisse dieser Analyse dargestellt.

alstria Office REIT-AG		Beobachtungszeitraum		
		2 Jahre	3 Jahre	5 Jahre
Handelsumsatz (Median)	T€	33.964	68.819	1.100.823
Handelsumsatz (Mittelwert)	T€	55.853	1.849.517	3.962.589
Handelsquote (Median)	%	0,08%	0,14%	0,21%
Handelsquote (Mittelwert)	%	0,15%	0,81%	0,61%
Streubesitz (Median)	%	4,80%	4,81%	4,89%
Streubesitz (Mittelwert)	%	4,73%	15,96%	48,38%

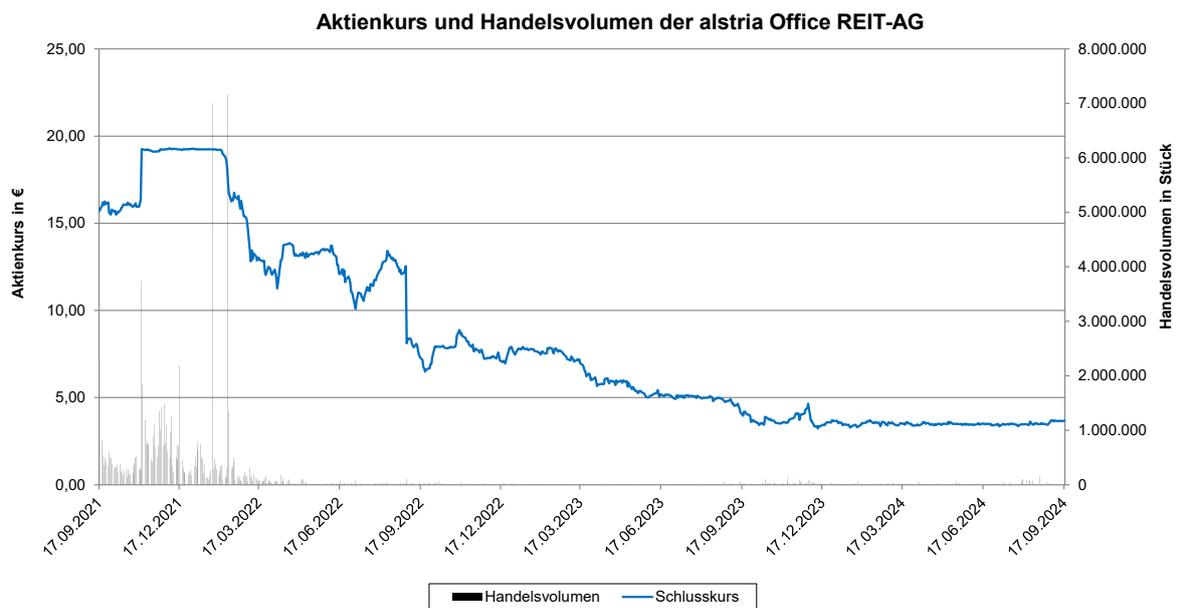
Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 11: Übersicht zu Handelsumsatz, Handelsquote und Streubesitzanteil der alstria-Aktie für zwei, drei und fünf Jahre bis zum 17. September 2024

285. Der Handelsumsatz der alstria ist in den letzten fünf Jahren deutlich zurückgegangen. Während der Median des Handelsumsatz im Zeitraum vom 18. September 2019 bis zum 17. September 2024 noch rd. 1,1 Mio. € betrug, liegt er im Zweijahreszeitraum vom 18. September 2022 bis zum 17. September 2024 nur noch bei rd. 33 T€. In der Mittelwert-Betrachtung ist der Handelsumsatz von knapp 4,0 Mio. € im Fünfjahreszeitraum auf rd. 55 T€ zurückgegangen. Dies ist unter anderem auf die geringere Anzahl von Aktien im Streubesitz infolge der Übernahme durch die Brookfield Corporation Ende des Jahres 2021 zurückzuführen. Die Handelsquote, die sich aus der Division des Handelsvolumens durch die Anzahl der Aktien im Streubesitz ergibt, zeigt eine ähnliche Entwicklung und ist im Median (Mittelwert) von rd. 0,21 % (0,61 %) im Fünfjahreszeitraum auf rd. 0,08 % (0,15 %) im Zweijahreszeitraum gesunken. Der Streubesitzanteil liegt in den beobachteten Zeiträumen bei 4,80 % (2 Jahre), 4,81 % (3 Jahre) und 4,89 % (5 Jahre). Hierbei ist anzumerken, dass die Quote für den Fünfjahreszeitraum aufgrund der Median-Betrachtung nur unwesentlich höher liegt als in den anderen Zeiträumen. Bei Betrachtung des arithmetischen Mittelwerts ergibt sich für den Fünfjahreszeitraum mit 48,38 % ein deutlich höherer Streubesitzanteil, als für den Zweijahreszeitraum (4,73 %).
286. Vor dem Hintergrund der Analyse verschiedener Liquiditätskennzahlen der Aktie ist u.E. zumindest zweifelhaft, ob von einer ausreichenden Liquidität im Aktienhandel der alstria-Aktie ausgegangen werden kann.

4. Kursausschläge oder Kursmanipulationen

287. In der folgenden Abbildung sind der Verlauf des Börsenkurses der alstria-Aktie sowie die zugrunde liegenden Handelsvolumina über einen Zeitraum von drei Jahren bis zum 17. September 2024, dem letzten Handelstag vor der Bekanntgabe des Übertragungsverlangens, dargestellt. Die genannten Handelsdaten beziehen sich dabei auf den Handel der auf XETRA notierten Aktie.



Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Abbildung 31: Aktienkurs und Handelsvolumina der Aktie der alstria vom 17. September 2021 bis zum 17. September 2024

288. Die alstria-Aktie verzeichnete zunächst einen sprunghaften Anstieg am 4. November 2021 in etwa auf das Niveau des am gleichen Tag bekanntgegebenen Übernahmeangebots im Rahmen der Investorenvereinbarung i.H.v. 19,50 € je Aktie. Bis zum Ende der Annahmefrist zum 3. Februar 2022 war nahezu keine Kursbewegung zu beobachten. Im darauffolgenden Zeitraum bis Ende März 2022 ist ein stetiger Kursverfall zu beobachten, der sich unter anderem in den allgemeinen Marktunsicherheiten aufgrund des Ausbruchs des Ukraine-Krieses sowie dem Ausschluss der Aktie aus dem MDAX (11. Februar 2022) begründet. Am 8. April 2022 gab der Vorstand der alstria die Absicht bekannt, Fremdkapital i.H.v. bis zu 850 Mio. € aufnehmen zu wollen. Die daraus erzielten Erlöse sollten, vorbehaltlich der Entscheidung der Hauptversammlung, zur Rückführung von Kapital an die Aktionäre i.H.v. rd. 1 Mrd. € verwendet werden – entweder in Form eines Aktienrückkaufs oder einer Sonderausschüttung. Infolgedessen stieg der Aktienkurs von 11,68 € am 7. April 2022 bis auf 13,87 € am 21. April 2022. Auf der ordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft am 10. Juni 2022 wurde von den Aktionären zunächst die Zahlung einer regulären Dividende von

rd. 7,1 Mio. € beschlossen. Am 8. August 2022 gab der Vorstand der Gesellschaft bekannt, den Vorschlag für die im April angekündigte Sonderdividende für das Geschäftsjahr 2021 von 500 Mio. € auf 550 Mio. € zu erhöhen, was zu einer positiven Entwicklung des Aktienkurses führte. Auf der außerordentlichen Hauptversammlung Ende August wurde die Dividende schließlich auf insgesamt 750 Mio. € angehoben, was einer Ausschüttung von 4,21 € je dividendenberechtigter Stückaktie entspricht. Die Dividendenausschüttung spiegelt sich im Kursrückgang am Ex-Dividenden-Tag wider.

289. Auf Basis unserer Analysen des Börsenkurses der alstria-Aktie konnten wir im analysierten Dreijahreszeitraum mehrere wesentliche Kurssprünge feststellen. Diese sind zum einen auf das Übernahmeangebot im Zusammenhang der Investorenvereinbarung zurückzuführen, wodurch die Börsenkursentwicklung zwischen dem 4. November 2021 und dem 3. Februar 2022 beeinflusst wurde. Darüber hinaus konnten im weiteren Jahresverlauf durch eine Umfinanzierung und die Zahlung einer Sonderdividende weitere deutliche Kurssprünge beobachtet werden. Die Kursentwicklung im Beobachtungszeitraum ist somit grundsätzlich durch die entsprechenden Unternehmens- und Umfeldentwicklungen zu erklären. Hinweise auf eine Kursmanipulation sind unserer Ansicht nach insofern nicht ersichtlich. Insgesamt erachten wir den Aktienkurs der alstria daher zumindest im Referenzzeitraum vor Ankündigung der Strukturmaßnahme für grundsätzlich aussagefähig.

5. Kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten

290. Auf Veranlassung der alstria erfolgte die Einbeziehung der Aktien der Gesellschaft zum Handel im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse bzw. XETRA und gleichzeitig im Teilbereich des Regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard). Die alstria unterliegt somit Transparenzanforderungen. Zu den Transparenzanforderungen zählen bspw. im Segment Prime Standard der Frankfurter Börse:

- Jahresfinanzberichte und Quartalsberichte: Veröffentlichung von geprüften Jahresabschlüssen (Abschluss nach internationalen Rechnungslegungsstandards, d.h. IFRS oder US-GAAP) innerhalb von sechs Monaten nach Geschäftsjahresende und von ungeprüften Quartalsberichten innerhalb von vier Monaten nach Ende des Berichtszeitraums,
- Ad-hoc-Mitteilungen: Unverzögliche Veröffentlichung von kursrelevanten Informationen gemäß der EU-Marktmisbrauchsverordnung,
- Unternehmenskalender: Veröffentlichung eines Kalenders mit den wichtigsten Ereignissen (z.B. Hauptversammlung, Veröffentlichung von Finanzberichten),

- Analysten- und Investorenveranstaltungen: Durchführung von Analysten- und Investorenveranstaltungen mindestens einmal jährlich.

291. Es wurden darüber hinaus Analystenberichte zur alstria unter anderem von Barclays, J.P. Morgan sowie der Deutsche Bank veröffentlicht. Wenn mehrere Analystenmeinungen sowie relativ übereinstimmende Erwartungen der beteiligten Akteure und Marktbeobachter vorliegen, ist von einer höheren Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung bei der betrachteten Aktie durch den Kapitalmarkt auszugehen. Der letzte verfügbare Analystenbericht für die alstria, der uns vorliegt, stammt vom 5. September 2024. Das Preisziel war bei 3,40 € je Aktie und lag somit unterhalb des Börsenkurses zu dem Zeitpunkt. Eine Abkopplung der Markterwartung für den Aktienkurs von der wirtschaftlichen Entwicklung ist nicht zu beobachten. Daher ist unseres Erachtens der Aktienkurs der alstria vor dem Hintergrund der kapitalmarktrechtlichen Veröffentlichungspflichten bzw. der Markterwartung grundsätzlich aussagefähig.

6. Zusammenfassendes Ergebnis

292. Zusammenfassend halten wir fest, dass auf Basis unserer Analysen

- im Sinne der WpÜG-AngVO keine Marktengge vorliegt,
- der relative BAS der alstria-Aktie im Betrachtungszeitraum über der in der Rechtsprechung und in der Literatur vorherrschend als Obergrenze erachteten Werte liegt,
- im beobachteten Dreijahreszeitraum vor Beginn des Referenzzeitraums mehrere wesentliche Kurssprünge festzustellen waren, die sich durch entsprechende Unternehmens- und Umfeldentwicklungen erklären lassen, und
- im Referenzzeitraum vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme die börslichen Veröffentlichungspflichten durch die alstria erfüllt waren.

293. Die Bewertungsgutachterin kommt zu der Schlussfolgerung, dass der umsatzgewichtete Dreimonats-Durchschnittskurs der alstria eine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktien der alstria AG sowie der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG darstellt.

294. Eine abschließende Würdigung, ob der Börsenkurs der alstria nur als Wertuntergrenze oder auch als Verkehrswert heranzuziehen ist, muss im vorliegenden Fall nicht erfolgen.

Hintergrund hierfür ist, dass das Barabfindungsangebot der Mehrheitsaktionärin auf Basis des Ertragswerts festgelegt wurde und dieser Ertragswert über dem Börsenkurs liegt.

295. Abschließend weisen wir darauf hin, dass die Voraussetzung für eine Hochrechnung des Börsenkurses der alstria auf den Bewertungsstichtag gemäß Rechtsprechung des BGH nicht vorliegt, da kein „längerer Zeitraum“ zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme (18. September 2024) und dem Tag der beschlussfassenden außerordentlichen Hauptversammlung (11. Februar 2025) liegt.

IV. Ermittlung des Unternehmenswertes

1. Vergangenheitsanalyse

a) Vorbemerkung

296. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Ausgangspunkt für die Prognose der Zukunftserfolge ist die Vergangenheitsanalyse, die dazu dient, die wesentlichen Ursachen für die Ergebnishöhe und -entwicklung der Vergangenheitsergebnisse in einem bestimmten Zeitraum herauszuarbeiten. Die Vergangenheitsanalyse stellt die Grundlage für Plausibilitätsüberlegungen und die Beurteilung der erwarteten zukünftigen finanziellen Entwicklungen dar.
297. Die Analyse der abgeschlossenen Geschäftsjahre sowie die Bereinigung ausgewählter Posten der Gewinn- und Verlustrechnungen der Gesellschaft dienen vor diesem Hintergrund dem Zweck, die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse wurden wesentliche außerordentliche und periodenfremde Erträge und Aufwendungen bereinigt.
298. Die nachfolgenden Analysen zur Ertragslage (Abschnitt D.IV.1.b) und der Vermögens- und Finanzlage (Abschnitt D.IV.1.c) erfolgten für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 auf Basis der geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk testierten Konzernabschlüsse nach IFRS der alstria. Die für das Jahr 2024 dargestellten Zahlen basieren auf dem Quartalsbericht zum 30. September 2024 sowie einer Hochrechnung für das vierte Quartal 2024.
299. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse haben wir insbesondere die Analysen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und eigenständige Analysen zur Vermögens- und Ertragslage vorgenommen.

b) Ertragslage

300. Die nachfolgende Tabelle stellt die bereinigte Ertragslage der alstria office REIT-Gruppe für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 sowie den FC 2024 nach IFRS dar.

alstria office REIT-AG Gewinn- und Verlustrechnung (bereinigt)	IST 2022 Mio. €	IST 2023 Mio. €	FC 2024 Mio. €	2022/23 %	2023/24 %
Mieterlöse	182,8	192,0	197,5	5,0	2,9
Wachstum in %	-0,5	5,0	2,9		
Netto-Grundstücksbetriebsaufwand	-29,8	-28,1	-28,9	-5,8	2,9
in % der Mieterlöse	16,3	14,6	14,6		
Nettomieteinnahmen	153,0	163,9	168,6	7,1	2,8
in % der Mieterlöse	83,7	85,4	85,4		
Verwaltungsaufwand	-8,7	-9,2	-9,0	5,8	-2,6
in % der Mieterlöse	4,8	4,8	4,6		
Personalaufwand	-11,1	-10,4	-10,3	-6,8	-0,6
in % der Mieterlöse	6,1	5,4	5,2		
sonstige betriebliche Erträge	0,9	0,9	0,0	-3,7	-100,0
in % der Mieterlöse	0,5	0,5	0,0		
sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,4	-0,2	-4,2	-62,9	n.a.
in % der Mieterlöse	0,2	0,1	2,1		
Bewertungsergebnis	-5,8	-8,2	-10,8	42,4	31,1
in % der Mieterlöse	-3,2	-4,3	-5,5		
Nettobetriebsergebnis (EBIT)	127,9	136,9	134,3	7,1	-1,9
in % der Mieterlöse	69,9	71,3	68,0		
Nettofinanzergebnis	-30,3	-53,7	-73,1	77,5	36,1
in % der Mieterlöse	-16,5	-28,0	-37,0		
Ergebnis aus nach der Equity-Methode einbezogenen Unternehmen	-0,8	0,0	0,0	n.a.	n.a.
in % der Mieterlöse	-0,4	0,0	0,0		
EBT (bereinigt)	96,8	83,1	61,2	-14,1	-26,4
in % der Mieterlöse	53,0	43,3	31,0		
Neutrales Ergebnis / Bereinigungen	-171,3	-736,7	13,9	n.a.	n.a.
in % der Mieterlöse	-93,7	-383,7	7,0		
Ertragsteuern	-0,1	0,2	-217,6	n.a.	n.a.
in % des EBT	0,0	0,0	0,3		
Konzernjahresergebnis	-74,6	-653,4	-142,5		
in % der Mieterlöse	-40,8	-340,3	-72,2		
nachrichtlich: Abschreibungen	-1,0	-1,6	-1,5	61,5	-3,7
nachrichtlich: EBITDA	128,8	138,4	135,8	7,5	-1,9
in % der Mieterlöse	70,5	72,1	68,8		

Quelle: alstria office REIT-Gruppe Geschäftsberichte 2021, 2022 und 2023, Halbjahresfinanzbericht 2024 und FC 2024

Tabelle 12: Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung der alstria der Geschäftsjahre 2022 bis 2023 und FC 2024 nach IFRS

301. Die **Mieterlöse** betragen im Jahr 2022 182,8 Mio. €. Im Folgejahr 2023 steigen die Mieterlöse um 5,0 % auf 192,0 Mio. € an. Der Anstieg resultiert dabei insbesondere aus der Indexierung von bestehenden Mietverträgen. Der durch die Indexierung begründete Anstieg der Mieterlöse überkompensiert dabei sowohl den Rückgang der Objekte von 108 auf 106 als auch den Anstieg der Leerstandsquote gemessen an der Miete von 7,2 % auf 8,0 %. Gemäß FC 2024

erwartet die Gesellschaft für das Jahr 2024 einen Anstieg der Mieterlöse um 2,9 % auf 197,5 Mio. €. Bei einer gleichbleibenden Anzahl der Objekte ist der Anstieg auf eine höhere Durchschnittsmiete aufgrund der Indexierung und Neuvermietung zurückzuführen. Die vermietbare Fläche beträgt im Jahr 2021 1,43 Mio. m² und geht im Jahr 2022 auf 1,40 Mio. m² und im Jahr 2023 auf 1,39 Mio. m² zurück. Für das Jahr 2024 erwartet die Gesellschaft eine vermietbare Fläche von rd. 1,40 Mio. m². Die durchschnittliche Miete je m² beträgt gemäß Konzernreporting 13,33 € im Jahr 2021 und steigt dann auf 14,06 € im Jahr 2022 und weiter auf 14,61 € im Jahr 2023 an. Für das Jahr 2024 ergibt sich gemäß Halbjahresfinanzbericht eine durchschnittliche Miete je m² von 15,10 €.

302. Der **Netto-Grundstücksbetriebsaufwand** ergibt sich aus einer Saldierung der Umsatzerlöse aus weiterbelastetem Betriebsaufwand mit dem gesamten Grundstücksbetriebsaufwand. Der Netto-Grundstücksbetriebsaufwand beinhaltet im Wesentlichen Betriebskosten, Instandsetzungs- und Modernisierungskosten sowie Kosten der laufenden Instandhaltung. Die Aufwendungen betragen im Jahr 2022 29,8 Mio. € und reduzieren sich im Jahr 2023 um 5,8 % auf 28,1 Mio. €, die Aufwandsquote reduziert sich aufgrund des geringeren Anteils nicht umlegbarer Betriebskosten um 1,7 Prozentpunkte auf 14,6 %. Gemäß FC 2024 wird der Netto-Grundstücksaufwand im Jahr 2024 28,9 Mio. € betragen, was in Bezug auf das Vorjahr einer unveränderten Aufwandsquote von 14,6 % entspricht.
303. Die sich im Saldo ergebenden **Nettomieteinnahmen** betragen im Jahr 2022 bei einer Marge von 83,7 % 153,0 Mio. € und steigen im Jahr 2023 um 7,1 % auf 163,9 Mio. € an, die Marge beträgt 85,4 %. Im Jahr 2024 erwartet die Gesellschaft eine Steigerung der Nettomieteinnahmen um 2,8 % auf 168,6 Mio. €, die Marge beträgt dabei unverändert 85,4 %.
304. Der **Verwaltungsaufwand** beinhaltet im Wesentlichen Anwalts- und Beratungskosten und Abschreibungen i.Z.m. immateriellen Vermögenswerten und Sachanlagen sowie eine Vielzahl weiterer Posten. Im Jahr 2022 beträgt der Verwaltungsaufwand 8,7 Mio. €, was im Wesentlichen auf Anwalts- und Verwaltungskosten zurückzuführen ist, die durch einen gestiegenen Beratungsbedarf i.Z.m. durchgeführten Veränderungen nach der Brookfield-Transaktion rd. 2,9 Mio. € betragen. Die Aufwandsquote beträgt im Jahr 2022 4,8 %. Im Jahr 2023 steigt der Verwaltungsaufwand aufgrund leicht höherer Anwalts- und Beratungskosten sowie gestiegener Abschreibungen um 5,8 % auf 9,2 Mio. € an, die Aufwandsquote beträgt unverändert 4,8 %. Gemäß FC 2024 wird der Verwaltungsaufwand im Jahr 2024 rd. 9 Mio. € betragen, was im Vorjahresvergleich einer Reduzierung um 2,6 % entspricht. Die Aufwandsquote ergibt sich i.H.v. 4,6 % und liegt damit 0,2 Prozentpunkte unter dem Vorjahreswert.
305. Der **Personalaufwand** beinhaltet im Wesentlichen Löhne und Gehälter. Im Jahr 2022 beträgt dieser 11,1 Mio. €, die Personalaufwandsquote beträgt im Jahr 2022 6,1 %. Im Jahr 2023 geht

der Personalaufwand um 6,8 % auf 10,4 Mio. € zurück. Die Aufwandsquote beträgt im Jahr 2023 5,4 %. Gemäß FC erwartet die Gesellschaft für das Jahr 2024 Personalaufwendungen von 10,3 Mio. € und damit in etwa in Höhe des Vorjahres. Die Personalaufwandsquote wird dann aufgrund höherer Mieterlöse bei 5,2 % und damit um 0,2 Prozentpunkte unter dem Vorjahreswert liegen.

306. Die bereinigten **sonstigen betrieblichen Aufwendungen und Erträge** sind für die Ertragslage der Gesellschaft insgesamt von untergeordneter Bedeutung.
307. Das **Bewertungsergebnis** enthält kapitalisierte Personalaufwendungen in Zusammenhang mit der Immobilienentwicklung, die im Rahmen der späteren Veräußerung berücksichtigt werden. Der Ausweis erfolgte bis zur Anpassung an die Brookfield-Rechnungslegung unter den Personalaufwendungen.
308. Das nachrichtliche **EBITDA** beträgt im Jahr 2022 128,8 Mio. € bei einer **EBITDA-Marge** von 70,5 %. Im Folgejahr steigt das EBITDA um 7,5 % auf 138,4 Mio. € an, die Marge verbessert sich ebenfalls um 1,6 Prozentpunkte auf 72,1 %. Für das Jahr 2024 ergibt sich ein EBITDA von 135,8 Mio. €, was im Vorjahresvergleich einem Rückgang um 1,9 % entspricht. Die EBITDA-Marge reduziert sich um 3,3 Prozentpunkte auf 68,8 %.
309. Die **Abschreibungen** resultieren aus der planmäßigen Abschreibung von Sachanlagen und sind im Verwaltungsaufwand ausgewiesen. Sie sind für die Ertragslage der Gesellschaft von untergeordneter Bedeutung.
310. Auf Basis der dargestellten Umsatzerlöse, Aufwendungen und Erträge ergibt sich im Jahr 2022 ein bereinigtes **Nettobetriebsergebnis (EBIT)** i.H.v. 127,9 Mio. € bei einer **EBIT-Marge** von 69,9 %. Im Jahr 2023 steigt das Nettobetriebsergebnis um 7,1 % auf 136,9 Mio. €, die Marge beträgt 71,3 %. Die Margenverbesserung um 1,4 Prozentpunkte ist dabei sowohl auf eine bessere Nettomietmarge als auch eine niedrigere Aufwandsquote bei den Verwaltungs- und den Personalaufwendungen zurückzuführen. Für das Jahr 2024 ergibt sich auf Basis des FC ein EBIT von 134,3 Mio. €, das um 1,9 % unter dem Vorjahresergebnis liegt sowie eine EBIT-Marge von 68,0 %, die aufgrund der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 3,3 Prozentpunkte unter dem Vorjahreswert liegt.
311. Das **Nettofinanzergebnis** beinhaltet im Wesentlichen Zinsaufwendungen aus den begebenen Unternehmensanleihen und Darlehen sowie das Ergebnis aus Finanzinstrumenten. Im Jahr 2022 beträgt das Nettofinanzergebnis -30,3 Mio. €, was hauptsächlich durch die Aufnahme zusätzlicher Kredite und den damit verbundenen Anstieg der Zinsaufwendungen aus weiteren Darlehen begründet ist. Im Jahr 2023 verschlechtert sich das Finanzergebnis deutlich um 77,7 % auf -53,8 Mio. €, was auf weitere Aufnahme zusätzlicher Kredite sowie gestiegene

Refinanzierungskosten zurückzuführen ist. Die Aufnahme zusätzlicher Kredite diente dabei der Tilgung einer auslaufenden Anleihe, eines auslaufenden Schuldscheins sowie der teilweisen Finanzierung einer Sonderdividende. Der Zinsaufwand aus Bankdarlehen erhöht sich entsprechend von 8,4 Mio. € im Vorjahr auf 57,1 Mio. € im Jahr 2023; im Zeitraum vom 31. Dezember 2022 bis zum 31. Dezember 2023 stiegen die durchschnittlichen Zinssätze für Bankverbindlichkeiten der alstria von 2,1 % p.a. zum 31. Dezember 2022 auf 2,6 % p.a. zum 31. Dezember 2023, was einer Erhöhung der Finanzierungskosten für Bankkredite um 0,5 Prozentpunkte entspricht. Dem gegenüber steht jedoch ein geringerer Zinsaufwand aus den Unternehmensanleihen von 16,7 Mio. €, ein positives Zinsergebnis aus derivativen Finanzinstrumenten von 9,4 Mio. € sowie Erlöse aus Finanzinstrumenten und sonstige Zinserträge von 13,2 Mio. €. Gemäß FC 2024 erwartet die Gesellschaft für das Jahr 2024 ein bereinigtes Nettofinanzergebnis i.H.v. -73,1 Mio. €.

312. Das **Ergebnis aus nach der Equity-Methode einbezogenen Unternehmen** ergibt sich letztmalig für das Geschäftsjahr 2022 und ist für die Ertragslage der Gesellschaft von untergeordneter Bedeutung.
313. Im Jahr 2022 ergibt sich ein bereinigtes **EBT** i.H.v. 96,8 Mio. €, die **EBT-Marge** beträgt im Jahr 2022 53,0 %. Im Jahr 2023 verschlechtert sich das EBT um 14,1 % auf 83,1 Mio. € bei einer EBT-Marge von 43,3 %. Gemäß FC 2024 wird für das Jahr 2024 ein bereinigtes EBT von 61,2 Mio. € bei einer EBT-Marge von 31,0 % erwartet.

314. Das **neutrale Ergebnis (Bereinigungen)** umfasst für die Geschäftsjahre 2022 bis 2023 sowie den FC 2024 mehrere außerordentliche bzw. nicht zu berücksichtigende Aufwendungen und Erträge, wie folgende Tabelle zeigt.

Bereinigungen	2022	2023	2024
	in Mio. €	in Mio. €	in Mio. €
1. Bewertung Kommanditeinlagen nichtbeherrschender Gesellschafter	0,5	18,8	0,0
2. Ausgleichszahlungen u. and. Weiterbelastungen	8,2	0,5	3,6
3. Erhaltene Entschädigungszahlungen	1,3	0,3	0,0
4. Erträge Auflösung Rückstellungen	0,0	0,3	0,0
5. Wertaufholung Forderungen aus LuL	0,0	0,1	0,0
6. Zuschuss KfW Darlehen für grüne Investitionen	4,2	0,0	0,0
7. Garantieleistung Bauträger	1,0	0,0	0,0
8. Ertrag Rückkauf Unternehmensanleihen	0,0	6,4	11,8
Neutrale Erträge	15,3	26,4	15,4
9. Aufwand aktienbasierte Vergütung	-4,9	-0,5	0,0
10. Wertberichtigung auf Forderungen aus LuL	-1,5	-0,6	0,0
11. Rechts- und Beratungskosten	-2,0	0,0	0,0
12. Nettoergebnis aus der Bewertung von als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien zum beizulegenden Zeitwert	-173,8	-761,3	0,0
13. Nettoergebnis aus der Veräußerung von als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien	2,9	0,1	0,0
14. Weitere Finanzierungskosten	-6,8	0,0	0,0
15. Nettoergebnis aus der Bewertung von derivativen Finanzinstrumenten zum beizulegenden Zeitwert	-0,5	-0,7	-1,5
Neutrale Aufwendungen	-186,6	-763,1	-1,5
Neutrales Ergebnis	-171,3	-736,7	13,9

Quelle: *alstria office REIT; ValueTrust; IVA-Analysen*

Tabelle 13: Zusammensetzung der Bereinigungen von 2022 bis 2023 und FC 2024

315. Im Rahmen der Bereinigung des operativen Ergebnisses haben wir die von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen, wesentlichen Bereinigungen nachvollzogen und diese übernommen. Zudem haben wir ergänzende Bereinigungen im Rahmen des FC 2024 vorgenommen. Dies betrifft das Bewertungsergebnis von derivativen Finanzinstrumenten (15.) und den Ertrag aus dem Rückkauf von Unternehmensanleihen (8.).
316. Bei den Bereinigungen handelt es sich im Wesentlichen um das Nettoergebnis aus der Veräußerung von Immobilien (14.), Rechts- und Beratungskosten i.Z.m. der Übernahme im Jahr 2021 (12.), Aufwendungen aus aktienbasierter Vergütung (9.), Bewertung von Kommanditeinlagen (1.), dem Zuschuss für ein KfW Darlehen (6.) sowie Ausgleichszahlungen und anderen Weiterbelastungen (2.).
317. Ergänzend zur Bereinigung des operativen Ergebnisses wurden ebenfalls Teile des Bewertungsergebnisses (13. und 16.) sowie Effekte aus der Überbrückungsfinanzierung (15.) im Rahmen der Übernahme bereinigt.

318. Aufgrund des REIT-Status war die alstria office REIT-AG von der Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit. Dennoch wies der Konzern in den Jahren 2022 bis 2023 einen geringfügigen Steueraufwand auf. Dies resultiert aus den Tochtergesellschaften der alstria AG, die entweder als Komplementärgesellschaften von Immobilienpersonengesellschaften agieren oder als REIT-Dienstleistungsgesellschaften fungieren. Für das Jahr 2024 erwartet die Gesellschaft aufgrund des Wegfalls des REIT-Status einen latenten Steueraufwand aus der Passivierung latenter Steuerverbindlichkeiten. Die latente Steuerlast resultiert dabei aus den unterschiedlichen Wertansätzen des Immobilienportfolios zwischen dem Buchwertansatz in der Steuerbilanz und dem Fair Value gemäß IFRS und der Annahme eines Körperschaftsteuersatzes von 15,825 % sowie eines Gewerbesteuer-Satzes von 16,45 %. Da jedoch nicht sämtliche stillen Reserven mit GewSt belastet werden, wurde insgesamt ein durchschnittlicher Steuersatz i.H.v. 18,64 % angesetzt.
319. Das **Konzernergebnis** ergibt sich nach Hinzurechnung des neutralen Ergebnisses i.H.v. -74,6 Mio. € im Jahr 2022. Aufgrund des deutlich negativen Bewertungsergebnisses im Jahr 2023 verschlechtert sich das Konzernergebnis deutlich auf -653,4 Mio. €. Für das Jahr 2024 erwartet die Gesellschaft ein Konzernjahresergebnis von -142,5 Mio. €, wobei hierin nur ein geringfügiges Bewertungsergebnis enthalten ist.

c) Vermögens- und Finanzlage

320. Nachfolgend ist die Vermögens- und Kapitalstruktur der alstria zu den jeweiligen Bilanzstichtagen der Geschäftsjahre 2022 bis 2024 dargestellt.

alstria office REIT-Konzern Bilanz	31.12.2022		31.12.2023		31.12.2024 (FC)	
	Mio. €	in %	Mio. €	in %	Mio. €	in %
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	4.606,8	89,2	3.971,3	93,7	4.100,9	95,0
At equity bilanzierte Beteiligungen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	20,2	0,4	21,4	0,5	20,8	0,5
Immaterielle Vermögenswerte	0,5	0,0	0,6	0,0	0,4	0,0
Finanzanlagen	94,9	1,8	95,4	2,3	94,4	2,2
Derivative Finanzinstrumente	34,8	0,7	6,6	0,2	3,5	0,1
Langfristige Vermögenswerte	4.757,4	92,1	4.095,2	96,6	4.220,0	97,8
Forderungen aus LuL	8,2	0,2	10,8	0,3	6,4	0,1
Forderungen aus Steuern	1,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige Forderungen und Vermögenswerte	5,4	0,1	5,7	0,1	10,2	0,2
Derivative Finanzinstrumente	0,0	0,0	9,4	0,2	4,6	0,1
Zahlungsmittel und -äquivalente	365,0	7,1	116,3	2,7	73,7	1,7
Zu Veräußerungszwecken gehaltene Immobilien	26,6	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Vermögenswerte	406,4	7,9	142,3	3,4	94,9	2,2
Summe Vermögenswerte	5.163,8	100,0	4.237,5	100,0	4.314,9	100,0
Gezeichnetes Kapital	178,3	3,5	178,6	4,2	178,6	4,1
Kapitalrücklage	507,6	9,8	246,0	5,8	246,0	5,7
Rücklage für Cashflow-Hedging	32,7	0,6	-6,4	-0,2	11,0	0,3
Gewinnrücklagen	1.849,3	35,8	1.195,9	28,2	1.041,2	24,1
Neubewertungsrücklage	3,5	0,1	3,5	0,1	3,5	0,1
Eigenkapital	2.571,4	49,8	1.617,5	38,2	1.480,2	34,3
Unternehmensanleihen	1.427,0	27,6	1.077,2	25,4	980,7	22,7
Darlehensverbindlichkeiten	971,4	18,8	1.362,1	32,1	1.459,6	33,8
Leasingverbindlichkeiten	5,7	0,1	5,4	0,1	5,4	0,1
Verzinsliche Schulden	2.404,1	46,6	2.444,8	57,7	2.445,7	56,7
Kommanditeinlagen nicht beherrschender Gesellschafter	121,0	2,3	98,3	2,3	96,8	2,2
Verbindlichkeiten aus LuL	3,6	0,1	4,7	0,1	3,2	0,1
Ertragsteuerverbindlichkeiten	2,2	0,0	2,2	0,1	219,9	5,1
Sonstige unverzinsliche Schulden	61,5	1,2	69,9	1,7	69,1	1,6
Unverzinsliche Schulden	188,2	3,6	175,1	4,1	389,0	9,0
Summe Eigenkapital und Schulden	5.163,8	100,0	4.237,5	100,0	4.314,9	100,0

Quelle: alstria office REIT-Gruppe Geschäftsberichte 2021, 2022 und 2023

Tabelle 14: Bilanz der alstria zum 31. Dezember 2022, 2023 und 2024 (FC)

321. Die **langfristigen Vermögenswerte** beinhalten im Wesentlichen als **Finanzinvestition gehaltene Immobilien**. Zum **31. Dezember 2022** beträgt der Posten 4.606,8 Mio. €. Im Geschäftsjahr 2022 wurden drei Immobilien veräußert, wovon zwei Immobilien noch im Jahr 2022 auf den Käufer übertragen wurden. Eine weitere Immobilie wird unter den zu Veräußerungszwecken gehaltenen Immobilien ausgewiesen. Insgesamt ergeben sich daraus Buchwertabgänge i.H.v. 108,8 Mio. € bei einem Transaktionsvolumen von 116,0 Mio. €.

Zugänge lagen im Geschäftsjahr 2022 nicht vor. Zum **31. Dezember 2023** liegt ein weiterer Rückgang der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien um 13,8 % auf 3.971,3 Mio. € vor. Im Geschäftsjahr 2023 wurde eine Immobilie veräußert und übertragen. Daraus ergibt sich ein Buchwertabgang von 3,3 Mio. € bei einem Transaktionsvolumen von 3,2 Mio. €, was zu einem Veräußerungsverlust führt. Zudem führte eine Anpassung der Marktwerte im Rahmen der jährlichen Bewertung zum beizulegenden Zeitwert zu einer Abwertung des Immobilienvermögens von rd. 769,5 Mio. €. Zugänge lagen auch im Geschäftsjahr 2023 nicht vor. **Zum 31. Dezember 2024** wird der Wert gemäß FC 4.100,9 Mio. € betragen, was im Wesentlichen auf das rückläufige Zinsniveau zurückzuführen ist, wodurch sich ein positiver Werteffekt im Rahmen der Immobilienbewertung ergibt.

322. Die langfristigen **Finanzanlagen** beinhalten fast ausschließlich Ausleihungen mit einer Laufzeit bis zum Ende des Geschäftsjahres 2032. Zum 31. Dezember 2021 bestanden Ausleihungen i.H.v. 38,7 Mio. €. Zum 31. Dezember 2022 betragen die Ausleihungen durch eine Erhöhung 94,4 Mio. € und bleiben zum 31. Dezember 2023 konstant. Die Ausleihungen betreffen eine niederländische Stiftung, welche die Mittel zum Erwerb von Anteilen an der alstria Prime Portfolio GmbH & Co. KG nutzt. Die Ausleihungen sind im Jahr 2032 zurückzuzahlen und werden i.H.v. 3,47 % p.a. verzinst. Zum 31. Dezember 2024 ergibt sich gemäß FC ein Wert von 94,4 Mio. €, der ausschließlich die Ausleihungen an die Stiftung umfasst.
323. Die **derivativen Finanzinstrumente** beinhalten zum 31. Dezember 2022 ausschließlich Zinsswaps mit einem positiven Marktwert, sodass ausschließlich derivative finanzielle Vermögenswerte ausgewiesen werden. Zum 31. Dezember 2023 beinhalten die derivativen Finanzinstrumente Zinsswaps und -caps. Da für die Swaps sowohl positive als auch negative Marktwerte vorliegen, werden diese sowohl unter den finanziellen Vermögenswerten als auch unter den kurz- und langfristigen Schulden ausgewiesen. Zum 31. Dezember 2024 erwartet die Gesellschaft gemäß FC einen Wert der lang- und kurzfristigen derivativen Finanzinstrumente von insgesamt 8,1 Mio. €.
324. Die **Forderungen aus Lieferungen und Leistungen** bestehen aus Miet- und Nebenkostenforderungen und sind für die Vermögenslage der Gesellschaft von untergeordneter Bedeutung.
325. Die **zu Veräußerungszwecken gehaltenen Immobilien** beinhalten zum 31. Dezember 2021 zwei Objekte, die erst im Folgejahr an den Käufer übertragen werden. Zum 31. Dezember 2022 beinhaltet der Posten ein Objekt, das erst im Folgejahr 2023 übertragen wird. Zum Ende des Geschäftsjahres 2023 waren keine Immobilien als zu Veräußerungszwecken gehalten klassifiziert, sodass sich der Posten zum 31. Dezember 2023

auf null beläuft. Zum 31. Dezember 2024 beträgt der Posten ebenfalls null, da im Jahr 2024 keine Transaktionen eingeleitet wurden.

326. Wesentlicher Bestandteil der Schulden sind die **Darlehen und begebenen Anleihen**. Darlehen und Unternehmensanleihen werden von alstria für die Finanzierung einzelner Objekte, Objektportfolios bzw. des Unternehmens aufgenommen bzw. begeben. Das vorrangige Finanzziel ist eine langfristige und stabile Finanzierungsstruktur. Dazu werden Finanzierungsquellen diversifiziert und ein ausgeglichenes Laufzeitenprofil angestrebt, welches eine abgestimmte und kontinuierliche Refinanzierung ermöglicht. Die Finanzschulden der alstria sind durch derivative Finanzinstrumente teilweise abgesichert. Zum 31. Dezember 2022 bestehen vier Anleihen mit Fälligkeiten in den Jahren 2023 bis 2027 und einem Kupon von 0,5 % bis 2,125 %. Die Darlehen beinhalten Grundschulddarlehen, Schuldscheindarlehen sowie ein KfW-Darlehen mit überwiegend langfristigem Charakter. Die Grundschulddarlehen sind objektbezogen und überwiegend variabel mit dem Drei-Monats-EURIBOR verzinst. **Zum 31. Dezember 2022** bestehen Darlehen und Anleihen i.H.v. 2.398,4 Mio. €. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Kredite beträgt zum 31. Dezember 2022 3,2 Jahre, der durchschnittliche Darlehenszinssatz beträgt 2,1 %. **Zum 31. Dezember 2023** bestehen Darlehen und Anleihen i.H.v. insgesamt 2.439,4 Mio. €, was ggü. dem Vorjahresbestand einem leichten Anstieg von 1,7 % entspricht. Davon entfällt ein Anteil von 44,2 % bzw. 1.077,2 Mio. € auf Unternehmensanleihen und von 55,8 % bzw. 1.362,1 Mio. € auf Grundschulddarlehen, wovon im Jahr 2023 vier neue Darlehen aufgenommen wurden. Die Aufnahme zusätzlicher Kredite diente dabei der Tilgung einer auslaufenden Anleihe, eines auslaufenden Schuldscheins sowie der teilweisen Finanzierung einer Sonderdividende. Dem gegenüber reduzierte sich der Gesamtbuchwert der ausgegebenen Unternehmensanleihen bzw. Schuldscheine um 381,7 Mio. €. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Kredite beträgt zum 31. Dezember 2023 3,3 Jahre, der durchschnittliche Darlehenszinssatz beträgt 2,6 %. **Zum 31. Dezember 2024** bestehen gemäß FC Darlehen und Anleihen i.H.v. insgesamt 2.440,3 Mio. €, was einem gegenüber dem Vorjahr nahezu unveränderten Bestand entspricht. Davon entfällt ein Anteil von 40,2 % bzw. 980,7 Mio. € auf Unternehmensanleihen und von 59,8 % bzw. 1.459,6 Mio. € auf Grundschulddarlehen.
327. Die **Kommanditeinlagen nicht beherrschender Gesellschafter** resultieren aus dem Formwechsel der DO Deutsche office AG im Rahmen des freiwilligen Übernahmeangebots der alstria office REIT-AG vom 21. August 2015. Die Kommanditeinlagen sind unter Berücksichtigung anteiliger stiller Reserven des Immobilienportfolios bilanziert.
328. Die **Ertragsteuerverbindlichkeiten** bestehen zum 31. Dezember 2024 voraussichtlich i.H.v. 219,9 Mio. € und betreffen ausschließlich passive latente Steuerschulden durch den Verlust des REIT-Status.

329. Die **sonstigen Verbindlichkeiten** beinhalten zu allen drei Abschlussstichtagen im Wesentlichen Verbindlichkeiten aus ausstehenden Rechnungen sowie aus erhaltenen Kautionen und Sicherheitseinbehalten.

2. Planungsprozess

330. Der Unternehmensbewertung der alstria liegt als Ausgangspunkt grundsätzlich ein von der alstria erstellter Forecast für das laufende Jahr 2024 und eine Mittelfristplanung für die Jahre 2025 bis 2029 (zusammen Detailplanungszeitraum) zugrunde. Die Planungsrechnung wurde im Rahmen des regulären Planungsprozesses der alstria erstellt und umfasst eine Plan-Gewinn- und Verlustrechnung, eine Plan-Bilanz sowie eine Plan-Cashflow-Rechnung.

331. Der Planungsprozess erfolgt in mehreren Stufen, die aufeinander aufbauen. Zunächst wird durch die Immobilien-Management-Teams auf Einzelimmobilienebene eine Planungsrechnung erstellt bzw. die bestehende Planungsrechnung aktualisiert. Neben der Planung von Mieterlösen, die bestehende Mietverträge, Leerstand sowie geplante Neuvermietungen berücksichtigen, werden objektbezogene operative Aufwendungen geplant. Die so erstellten Planungsrechnungen werden finalisiert und an die Bereichsebene weitergeleitet. Auf Bereichsebene erfolgt die Plausibilisierung der Planungsrechnungen der einzelnen Immobilien. Sofern Anpassungsbedarf besteht, wird die Planungsrechnung an die entsprechenden Immobilien-Management-Teams zurückgeleitet und die Planungsrechnungen auf Einzelimmobilienebene im iterativen Prozess finalisiert, bevor sie anschließend auf Unternehmensebene weitergereicht wird.

332. Auf Unternehmensebene erfolgt die Aggregation sowie Plausibilisierung und Vereinheitlichung von Annahmen. Zudem werden auf dieser Ebene Transaktionen und Investitionen, inkl. der Projektentwicklungen geplant. Grundsätzlich plant die Gesellschaft, dass jedes Objekt aus dem Bestandsportfolio während der während der Eigentümerschaft des Unternehmens Instandhaltungs- und Modernisierungsmaßnahmen unterzogen werden muss. Der Zeitpunkt für die Maßnahmen ist von verschiedenen Faktoren abhängig. So sind neben der Dringlichkeit der Maßnahmen u.a. der Vermietungsstand der Immobilien sowie die internen Kapazitäten sowie die Liquidität der Gesellschaft von Bedeutung. Modernisierungsmaßnahmen werden i.d.R. nach Erreichen eines vollständigen Leerstands durchgeführt, was wiederum von bestehenden Mietverträgen abhängt. Die Gesellschaft erstellt bzw. überprüft für Immobilien aus dem Entwicklungsportfolio individuelle Sanierungs- und Modernisierungspläne. Dadurch kann eine genaue Mittelzuteilung geplant und eine Priorisierung der Instandhaltungs- und Modernisierungsmaßnahmen vorgenommen werden. Zum Zeitpunkt der Erstellung der Planungsrechnung werden lediglich die hinreichend konkretisierten Sanierungen berücksichtigt. Da Sanierungen zum Kern des Geschäftsmodells der alstria zählen, ist zu erwarten, dass weitere Sanierungen durchgeführt werden, auch wenn die entsprechenden

Immobilien noch nicht identifiziert sind. Daher wird eine zusätzliche Top Down-Anpassung durch das Management für Sanierungsmaßnahmen vorgenommen. Ebenso werden geplante, jedoch noch nicht hinreichend konkretisierte Transaktionen durch Top Down-Anpassungen des Managements geplant.

333. Auf Unternehmensebene erfolgt außerdem eine Kostenplanung der Verwaltungs- und Personalaufwendungen. Objektbezogene Verwaltungs- und Personalaufwendungen werden separat geplant und in den objektbezogenen Aufwendungen berücksichtigt. Anschließend wird auf Basis der bestehenden und geplanten Verbindlichkeiten (Anleihen und Bankdarlehen) sowie der liquiden Mittel das Finanzergebnis geplant. Die Gesellschaft plant Neuakquisitionen von Immobilien nicht explizit, da diese opportunistisch erfolgen.
334. Da der REIT-Status der Gesellschaft zum Ende des Geschäftsjahres 2024 entfallen wird, hat die Gesellschaft für den Zeitraum von 2025 bis 2029 eine Planungsrechnung sowohl unter Berücksichtigung eines REIT-Status als auch unter Berücksichtigung des Wegfalls des REIT-Status erstellt.
335. Die der Bewertung zugrunde liegende Managementplanung wurde am 5. Dezember 2024 vom Vorstand verabschiedet und am 10. Dezember 2024 vom Aufsichtsrat genehmigt.

3. Planungstreue

336. Im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit haben wir auch die Planungstreue der Gesellschaft in der Vergangenheit analysiert. Zu diesem Zweck haben wir die Budgetplanungen für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024 den bereinigten Ist-Ergebnissen sowie dem FC 2024 per September 2024 gegenübergestellt. Folgende Tabelle zeigt die Abweichungsanalyse für die Jahre 2022 bis 2024.

alstria office REIT-AG	Plan	Ist	Delta	Plan	Ist	Delta	Plan	FC	Delta
Gewinn- und Verlustrechnung	2022	2022	2022	2023	2023	2023	2024	2024	2024
bereinigt	in Mio. €	in Mio. €	in %	in Mio. €	in Mio. €	in %	in Mio. €	in Mio. €	in %
Mieterlöse	183,1	182,8	-0,2	190,1	192,0	1,0	198,3	197,5	-0,4
<i>Wachstum in %</i>	3,7	-0,7		3,8	4,2		4,3	-14,2	
Netto-Grundstücksbetriebsaufwand	-26,2	-29,8	13,8	-30,3	-28,1	-7,3	-29,5	-28,9	-2,0
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	14,3	16,3		15,9	14,6	-	14,9	14,6	
Nettomieteinnahmen	156,9	153,0	-2,5	159,8	163,9	2,6	168,8	168,6	-0,1
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	85,7	83,7	-	84,1	85,4		85,1	85,4	
Verwaltungsaufwand	-8,5	-8,7	2,8	-9,4	-9,2	-1,7	-9,0	-9,0	0,0
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	4,6	4,8	0,1	4,9	4,8	-0,1	4,5	4,6	0,0
Personalaufwand	-21,8	-11,1	-49,0	-11,2	-10,4	-7,5	-10,7	-10,3	-3,8
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	11,9	6,1	-5,8	5,9	5,4	-0,5	5,4	5,2	-0,2
sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,9	n.a.	2,1	0,9	-57,1	0,0	0,0	n.a.
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	0,0	0,5	0,5	1,1	0,5	-0,6	0,0	0,0	0,0
sonstige betriebliche Aufwendungen	-22,0	-0,4	n.a.	-2,9	-0,2	n.a.	-2,7	-4,2	n.a.
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	12,0	0,2	-11,8	1,5	0,1	-1,4	1,4	2,1	0,8
Bewertungsergebnis	0,0	-5,8	n.a.	0,0	-8,2	n.a.	0,0	-10,8	n.a.
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	0,0	3,2		0,0	4,3		0,0	5,5	
Nettobetriebsergebnis (EBIT)	104,6	127,9	22,2	138,4	136,9	-1,1	146,4	134,3	-8,3
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	57,1	69,9	12,8	72,8	71,3	-1,5	73,8	68,0	-5,8
Nettofinanzergebnis	-26,1	-30,3	15,9	-60,3	-53,8	-10,8	-72,0	-73,1	1,6
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-14,3	-16,5	-2,3	-31,7	-28,0	3,7	-36,3	-37,0	-0,7
Ergebnis aus nach der Equity-Methode einbezogenen Unternehmen	0,0	-0,8	n.a.	0,0	0,0	n.a.	0,0	0,0	n.a.
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	0,0	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT (bereinigt)	78,5	96,8	23,3	78,1	83,1	6,5	74,4	61,2	-17,8
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	42,9	53,0	10,1	41,1	43,3	2,2	37,5	31,0	-6,6

Quelle: alstria office REIT; ValueTrust; IVA-Analysen

Tabelle 15: Abweichungsanalyse für die Jahre 2022 bis 2024

337. Bei den **Mieterlösen** liegen in allen drei Jahren lediglich geringe Abweichungen von 1,0 % im Jahr 2023 bis (erwarteten) -0,4 % im Jahr 2024 zwischen Planung und realisierten Erlösen vor.

338. Der **Grundstücksbetriebsaufwand** ist im Jahr 2022 um 13,8 % höher ausgefallen als geplant. Grund hierfür ist die rückwirkende, aufgrund von Änderungen in der Rechnungslegung vorgenommene teilweise Umgliederung von Personalaufwendungen in den Grundstücksbetriebsaufwand. Die Unterschreitung der geplanten Aufwendungen im Jahr 2023 um 7,3 % resultiert aus einer zeitlichen Verschiebung von Aufwendungen, sodass diese erst im Folgejahr berücksichtigt wurden. Für das Jahr 2024 erwartet die Gesellschaft lediglich geringfügige Abweichungen i.H.v. -2,0 %. Die Aufwandsquote in Bezug auf die Mieterlöse liegt im Jahr 2022 aufgrund der beschriebenen Umgliederungsthematik um 2,0 Prozentpunkte über Plan. Im Jahr 2023 liegt die Aufwandsquote mit 14,6 % um 1,3 Prozentpunkte unter dem Planwert. Für das Jahr 2024 erwartet die Gesellschaft mit 14,6 % eine um 0,3 Prozentpunkte niedrigere Aufwandsquote als geplant.
339. Auf Ebene der **Nettomieteinnahmen** ergeben sich dadurch absolute Abweichungen zwischen -2,5 % im Jahr 2022 und 2,6 % im Jahr 2023. Mit Ausnahme des Jahres 2022 liegt die tatsächliche (erwartete) Marge leicht über den geplanten Werten.
340. Die **Verwaltungsaufwendungen** weichen in den Jahren 2022 und 2023 nur geringfügig von den geplanten Werten ab. Im Jahr 2022 sind die höheren Aufwendungen im Wesentlichen auf höhere Personalbeschaffungskosten zurückzuführen. Die niedrigeren Aufwendungen im Jahr 2023 resultieren aus niedrigeren Aufsichtsratsvergütungen. Die für 2024 geplanten Aufwendungen entsprechen dem FC. Die Aufwandsquote weicht in den Jahren 2022 bis 2024 insgesamt lediglich geringfügig von der jeweiligen Planung ab.
341. Die **Personalaufwendungen** liegen im Jahr 2022 um 49,0 % unter dem Planwert. Die Abweichung ist jedoch auf eine rechnungslegungsbedingte Umgliederung von Teilen der Personalaufwendungen in den Grundstücksbetriebsaufwand zurückzuführen. Im Jahr 2023 liegen die Aufwendungen um 7,5 % ebenfalls unter Plan, was auf eine Verzögerung bei der Neueinstellung von Personal zurückzuführen ist. Im Jahr 2024 erwartet die Gesellschaft Personalaufwendungen i.H.v. 10,3 Mio. €, die rd. 3,8 % unterhalb des Planwerts liegen. Mit Ausnahme des Jahres 2022, das durch einen Sondereffekt geprägt war, weichen die geplanten Personalaufwandsquoten lediglich in geringem Umfang von den tatsächlichen Aufwandsquoten ab.
342. Die **sonstigen betrieblichen Erträge** weichen lediglich im Jahr 2023 stärker von den geplanten Erträgen ab. Insgesamt sind diese wertmäßig jedoch von untergeordneter Bedeutung.
343. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** liegen im Jahr 2022 bei 0,4 Mio. € und damit deutlich unterhalb des Plans von 22,0 Mio. €. Im Rahmen der Planung wurden Kosten im Rahmen der Brookfield-Transaktion geplant, die jedoch bereits im Jahr 2021 angefallen sind.

Insgesamt sind die sonstigen betrieblichen Aufwendungen wertmäßig jedoch von untergeordneter Bedeutung.

344. Die ausgewiesenen Bestandteile des **Bewertungsergebnisses** wurden nicht geplant.
345. Das **Nettobetriebsergebnis (EBIT)** liegt im Jahr 2022 im Wesentlichen aufgrund der niedrigeren sonstigen betrieblichen Aufwendungen deutlich über Plan. Im Jahr 2023 liegt das Ergebnis um 1,1 % leicht unter Plan, für das Jahr 2024 ergibt sich auf Basis des FC eine Untererfüllung um 8,3 %, was im Wesentlichen auf das Bewertungsergebnis zurückzuführen ist. Die **EBIT-Marge** beträgt im Jahr 2022 aufgrund des Sondereffekts 69,9 %, was einer Übererfüllung um 12,8 Prozentpunkte entspricht, während die Abweichungen in den Jahren 2023 und 2024 mit -1,5 Prozentpunkten bzw. -5,8 Prozentpunkten deutlich geringer ist.
346. In Bezug auf das **Nettofinanzergebnis** beträgt die Negativabweichung im Jahr 2022 15,9 %. Grund für das schlechtere Ergebnis im Vergleich zu den Planwerten sind im Wesentlichen der Finanzierungsbedarf aus der gezahlten Sonderdividende sowie ein höherer, nicht geplanter EURIBOR-Zinssatz im Rahmen der bestehenden Finanzierungen. Im Jahr 2023 liegt eine positive Abweichung um 10,8 % vor, was im Wesentlichen auf höhere Finanzerträge als geplant und die spätere Aufnahme neuer Darlehen zurückzuführen ist. Für das Jahr 2024 erwartet die Gesellschaft ein Nettofinanzergebnis von -73,1 Mio. €, was gegenüber der Planung einer negativen Abweichung von 1,6 % entspricht.
347. Zusammenfassend ist festzuhalten, dass im historischen Vergleich, ohne Berücksichtigung von Sondereffekten, keine wesentlichen Abweichungen zwischen den Planzahlen und den realisierten Erträgen und Aufwendungen bestanden. Auch bei den Aufwandsquoten und Margen ergeben sich keine unbegründeten größeren Abweichungen. Lediglich mit Blick auf das Finanzergebnis zeigen sich Abweichungen aufgrund von der Planung gegenüber veränderten Finanzierungszeitpunkten sowie unbeeinflussbaren Parametern wie der variablen Zinsentwicklung. Insgesamt erachten wir die Planung der Gesellschaft jedoch als guten Schätzer für die Planung im Rahmen der Ertragsbewertung.

4. Analyse der Detailplanung, Konvergenzphase und der ewigen Rente

a) Vorbemerkung

348. Das Bewertungsobjekt umfasst die alstria AG sowie alle weiteren (mittelbaren) Tochtergesellschaften und Beteiligungen. Der Unternehmenswert setzt sich grundsätzlich aus dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens sowie aus dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens bzw. der Sonderwerte zusammen.
349. Zur Beurteilung der Planung der alstria haben wir auf der Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen mit dem Vorstand und Mitarbeitern der alstria sowie der Bewertungsgutachterin ValueTrust Plausibilisierungsgespräche geführt.
350. Im Zusammenhang mit der Mehrheitsbeteiligung der BPG Holdings Bermuda Limited an alstria wird die alstria zum 1. Januar 2025 ihren REIT-Status verlieren, da die 15 %-Streubesitzanforderung gemäß § 18 Abs. 3 REITG nicht mehr erfüllt ist. Durch den Verlust des REIT-Status wird alstria vollständig der deutschen Einkommens- und Gewerbesteuer unterliegen. Infolgedessen wird alstria den Hauptsitz nach Luxemburg verlagern und weitere organisatorische Maßnahmen durchführen, die vor dem Hintergrund des Verlusts des REIT-Status und der damit einhergehenden Steuerpflicht geplant wurden. Diese Umstrukturierung umfasst u.a. die mögliche Übertragung administrativer Tätigkeiten in eine separate Managementgesellschaft („OpCo“) sowie Anpassungen in der rechtlichen Struktur. Die Gesellschaft hat für den Zeitraum von 2025 bis 2029 eine Managementplanung sowohl unter Berücksichtigung der Fortführung des REIT-Status als auch eine Managementplanung unter Berücksichtigung des Wegfalls des REIT-Status und einer Verlagerung des Firmensitzes nach Luxemburg geplant. Die durch die Bewertungsgutachterin im Rahmen der Bewertung zugrunde gelegte Zukunftserfolgsplanung berücksichtigt den Wegfall des REIT-Status ab dem Planjahr 2025 und die geplante Verlagerung des Firmensitzes nach Luxemburg.

b) Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) im Detailplanungszeitraum

351. In der folgenden Tabelle wird die konsolidierte (bereinigte) Planungsrechnung für die alstria-Gruppe im Detailplanungszeitraum von 2024 bis 2029 bis zum EBIT in EUR nach IFRS dargestellt.

alstria Gewinn- und Verlustrechnung Mio. €	FC 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	CAGR 2024 -29
Mieterlöse	197,5	192,0	196,8	193,0	186,9	185,6	-1,2
Wachstum in %	2,9	-2,8	2,5	-1,9	-3,2	-0,7	
Grundstücksbetriebsaufwand	-28,9	-30,3	-31,0	-31,9	-32,6	-33,3	2,9
in % der Mieterlöse	-14,6	-15,8	-15,8	-16,5	-17,4	-17,9	
Nettomieteinnahmen	168,6	161,7	165,8	161,1	154,3	152,3	-2,0
in % der Mieterlöse	85,4	84,2	84,2	83,5	82,6	82,1	
Verwaltungsaufwand	-9,0	-12,6	-9,9	-10,2	-10,4	-10,6	3,3
in % der Mieterlöse	-4,6	-6,6	-5,0	-5,3	-5,6	-5,7	
Personalaufwand	-10,3	-11,9	-12,1	-12,4	-12,6	-12,9	4,6
in % der Mieterlöse	-5,2	-6,2	-6,1	-6,4	-6,7	-7,0	
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	n.a.
in % der Mieterlöse	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-4,2	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-1,0
in % der Mieterlöse	-2,1	-2,1	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	
Nettoergebnis aus der Bewertung von Immobilien	-10,8	-10,4	-10,5	60,5	41,3	44,3	n.a.
in % der Mieterlöse	-5,5	-5,4	-5,4	31,3	22,1	23,9	
EBIT	134,3	123,8	130,3	196,0	169,6	170,1	4,8
in % der Mieterlöse	68,0	64,5	66,2	101,5	90,8	91,7	
Abschreibungen	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	
EBITDA nachrichtlich	135,8	125,3	131,8	197,5	171,1	171,6	4,8
in % der Mieterlöse	68,8	65,2	66,9	102,3	91,6	92,5	
<i>Nachrichtlich</i>							
Immobilienbestand	4.101	4.163	4.157	4.088	4.000	4.065	-0,2
Bruttomietrendite (%)	4,8	4,6	4,7	4,7	4,7	4,6	
Nettomietrendite (%)	4,1	3,9	4,0	3,9	3,9	3,7	

Quelle: alstria; ValueTrust

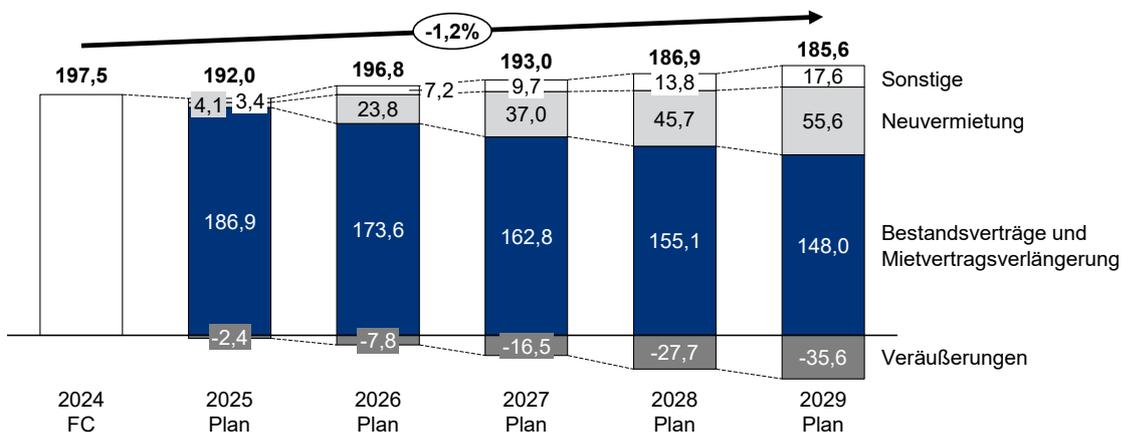
Tabelle 16: Bewertungsrelevante Planungsrechnung der alstria-Gruppe im Zeitraum von 2024 bis 2029

352. Im Planungszeitraum reduzieren sich die Mieterlöse zunächst von 197,5 Mio. € per FC 2024 um 2,8 % auf 192,0 Mio. € in 2025. Nach einem Anstieg im Folgejahr auf 196,8 Mio. € entwickeln sich die Mieterlöse bis zum Ende des Detailplanungszeitraums rückläufig und erreichen 185,6 Mio. € in 2029. Die Bruttomietrendite, ermittelt als das Verhältnis der Mieterlöse zum Verkehrswert des Immobilienbestands liegt im Planungszeitraum innerhalb einer engen Bandbreite von 4,6 % bis 4,7 %. Die rückläufige Entwicklung der Mieterlöse im Planungszeitraum in absoluter Höhe ist im Wesentlichen auf den abnehmenden Immobilienbestand aufgrund von geplanten Immobilienveräußerungen zurückzuführen. Im Rahmen ihrer strategischen Ausrichtung verfolgt die alstria das Ziel, durch

Modernisierungsmaßnahmen den Wert der Immobilien zu steigern und diese anschließend zu veräußern. Mit der Veräußerung von Immobilien verringern sich die Mieterlöse entsprechend.

353. Wird der Effekt der Immobilienveräußerung ausgeklammert, erhöhen sich die Mieterlöse vor Berücksichtigung der geplanten Veräußerungen im Planungszeitraum von 197,5 Mio. € im FC 2024 auf bis zu 221,2 Mio. € in 2029, was einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 2,3 % p.a. entspricht.
354. Die Zusammensetzung der Mieterlöse im Detailplanungszeitraum wird in der nachfolgenden Abbildung dargestellt:

alstria Office REIT-AG – Mieterlöse im Detailplanungszeitraum (in Mio. €)



Quelle: alstria; IVA-Darstellung

Abbildung 32: Mieterlöse im Detailplanungszeitraum

355. Aus der Abbildung geht hervor, dass ein wesentlicher Anteil der Mieterlöse aus **bestehenden Mietverträgen** bzw. aus **Mietvertragsverlängerungen** mit bestehenden Mietern beigesteuert wird. Dies wird in der sog. WAULT bzw. weighted average unexpired lease term, also der gewichteten durchschnittlichen verbleibenden Restmietdauer widerspiegelt, die bei alstria rd. fünf Jahre beträgt. alstria schließt Mietverträge typischerweise mit einer Mietlaufzeit von mindestens fünf Jahren ab und vereinbart Mietverlängerungsoptionen mit weiteren fünf Jahren. Rd. drei Viertel der bestehenden Mietverträge enthalten Mietindexklauseln, die eine jährliche Mietanpassung auf Basis der Veränderung des Verbraucherpreisindex in Deutschland vorsehen. Nach Schätzungen der Deutschen Bundesbank wird die Veränderung des Verbraucherpreisindex um 2,7 % für das Jahr 2025 und um 2,2 % für das Jahr 2026 erwartet (vgl. Deutschland-Prognose: Deutsche Wirtschaft fasst langsam wieder Tritt – Perspektive bis 2026, Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 2024, S. 18). Die

durchschnittliche Wachstumsrate der geplanten Indexmieten spiegelt die erwartete Inflationserwartung wider. Rd. ein Viertel der bestehenden Mietverträge sehen eine Staffelmiete vor, in denen jährliche Mietsteigerungen von rd. 2,0 % vereinbart wurden. Während die Mehrerlöse aus Staffelmietenanpassungen in den Mieterlösen aus „Bestandsverträge und Mietvertragsanpassungen“ enthalten sind, plant die Gesellschaft die Mehrerlöse durch Indexanpassungen explizit, was wir unter „Sonstige“ subsummiert haben. Die sonstigen Mieterlöse enthalten neben den Mieterlösen aus Indexanpassungen im geringeren Umfang Umsatzmieten. Dabei handelt es sich um Mieteinnahmen aus Mietverträgen, die sich prozentual am Umsatz von Mietern orientieren.

356. Bei neu zu vermietenden Flächen setzt die Gesellschaft für die Herstellung eines Erstkontakts zu potenziellen Mietinteressenten Immobilienmakler ein. Der Neuvermietungsprozess wird anschließend durch eigene Teams der alstria übernommen und durchgeführt. Neue Mietverträge werden auf Basis von standardisierten deutschen Gewerbemietverträgen geschlossen. Der Anteil der Mieterlöse aus **Neuvermietungen** nimmt im Planungszeitraum stetig zu und beträgt im letzten Planjahr rd. 55,6 Mio. €. In den Mieterlösen aus Neuvermietungen wird berücksichtigt, dass die Gesellschaft für ausgewählte Objekte im Planungszeitraum umfassende Sanierungs- und Modernisierungsmaßnahmen vornimmt und die Immobilien im Anschluss zu marktüblichen Mieten neuvermietet werden können. Im Rahmen der Modernisierungen werden energetische Anforderungen und Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigt.
357. Die Gesellschaft berücksichtigt im Detailplanungszeitraum Immobilienveräußerungen aus dem Bestandsportfolio. Es werden vorab keine spezifischen Objekte für eine Veräußerung festgelegt. Stattdessen definiert die Gesellschaft ein jährliches Veräußerungsvolumen, das im Planungszeitraum innerhalb einer Bandbreite von 80 Mio. € bis 250 Mio. € liegt. Dies reflektiert die Erwartung einer Markterholung, nachdem das Transaktionsvolumen für Immobilienverkäufe in den vergangenen Jahren stark rückläufig war (vgl. Tz. 226). Das kumulierte Veräußerungsvolumen beträgt für den Detailplanungszeitraum insgesamt 790 Mio. € und stellt sich über den Detailplanungszeitraum wie folgt dar:

alstria Verkaufserlöse	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029
Verkaufserlöse (Mio. €)	80,0	110,0	250,0	250,0	110,0
Von alstria erwartete Verkaufsrenditen (%)	6,0 %	5,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %

Quelle: alstria; ValueTrust

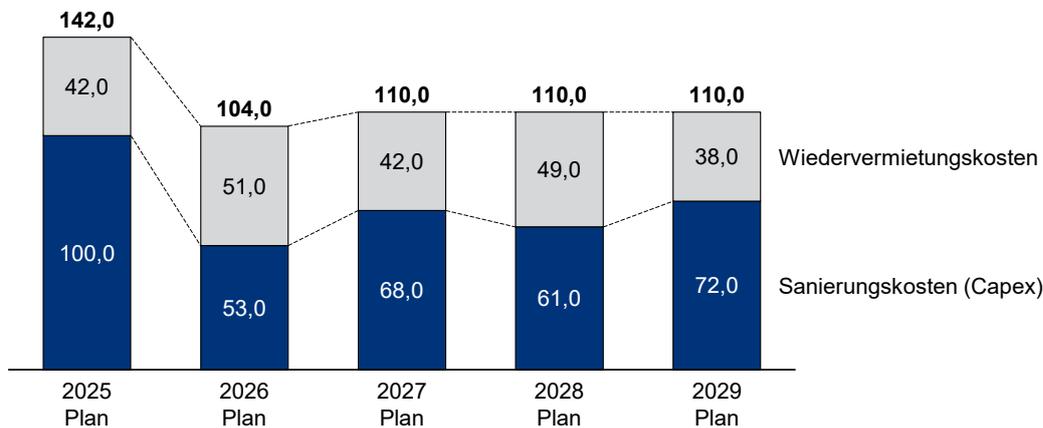
Tabelle 17: Geplante Verkaufserlöse der alstria im Detailplanungszeitraum

358. Die durch die geplanten **Veräußerungen wegfallenden Mieterlöse** erhöhen sich von 2,4 Mio. € in 2025 auf bis zu 35,6 Mio. € in 2029. Dem liegt die Annahme von erwarteten Verkaufsrenditen in einer Bandbreite zwischen rd. 4,5 % bis 6,0 % zugrunde. Dabei wird im Planjahr 2025 mit einer Verkaufsrendite von 6,0 % geplant, die dann in den Folgejahren auf rd. 4,5 % absinkt. Diese Annahme liegt über den durchschnittlichen historischen Nettospitzenrenditen in A-Städten (vgl. Tz. 230). Die Planungsrechnung sieht über den Planungszeitraum keine Neuerwerbe von Immobilien vor. Daher basiert die Planung der Mieterlöse ausschließlich auf dem Bestandsportfolio der Gesellschaft.
359. In Tz. 252f. haben wir die für Vergleichsunternehmen prognostizierten Wachstumsraten der Mieterlöse dargestellt, die im Median in einer Bandbreite zwischen 2,5 % bis 4,0 % liegen. Wir erachten die geplanten Wachstumsraten der Mieterlöse der alstria unter Berücksichtigung der geplanten Veräußerungen und im Vergleich zu den eigenen historischen Wachstumsraten sowie zu den durchschnittlichen historischen und prognostizierten Wachstumsraten von Vergleichsunternehmen insgesamt als plausibel.
360. Im Planungszeitraum steigt der (Netto-) **Grundstücksbetriebsaufwand** von 28,9 Mio. € im FC 2024 um rd. 2,9 % p.a. auf 33,3 Mio. € in 2029. Die Aufwandsquote erhöht sich dabei von 14,6 % auf 17,9 %. Der (Netto-) Grundstücksbetriebsaufwand enthält die nicht an Mieter umlegbaren Betriebskosten im Zusammenhang mit der Verwaltung des Immobilienportfolios. Dies umfasst Instandsetzungskosten und Kosten für laufende Instandhaltung sowie immobilienbezogene Rechts- und Beratungskosten. Bei nicht vermieteten Flächen können Betriebskosten wie etwa die Grundsteuer, Versicherungsaufwand und anteilige Strom- und Heizkosten nicht an Mieter weiterbelastet werden und werden daher ebenfalls im (Netto-) Grundstücksbetriebsaufwand berücksichtigt. Darüber hinaus enthält der Posten Personalaufwendungen im Zusammenhang mit dem Immobilienmanagement. Der Anstieg im Detailplanungszeitraum ist neben dem jährlichen primär inflationsbedingten Anstieg der Fixkosten auf den erhöhten Leerstand zurückzuführen, der mit den geplanten Modernisierungsmaßnahmen einhergeht. Darüber hinaus ist im Grundstücksbetriebsaufwand der Mehraufwand aus zusätzlich anfallenden Kosten aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierung enthalten. Im Zuge der Reorganisation sollen der operative Betrieb sowie das Immobilienmanagement von einer neu zu gründenden Betriebsgesellschaft („OpCo“) übernommen werden. Als Eigentümerin und Vermieterin der Immobilien fungieren existierende und neuzugründende Immobiliengesellschaften („PropCo KGs“). Die OpCo generiert Erträge durch die Erbringung und Abrechnung von Dienstleistungen gegenüber den PropCo KGs, während die PropCo KGs Mieteinnahmen aus der Vermietung von Immobilien erzielen. Die den immobilienhaltenden Kommanditgesellschaften für die Verwaltung in Rechnung gestellte Aufwendungen enthalten nicht abzugsfähige Umsatzsteuer und bilden im Vergleich zur bisherigen Struktur einen Mehraufwand.

361. Die sich im Saldo ergebenden **Nettomieteinnahmen** steigen von 161,7 Mio. € in 2025 zunächst auf 165,8 Mio. € in 2026 und reduzieren sich in den Folgejahren auf 152,3 Mio. € im Jahr 2029. Diese Entwicklung spiegelt sich auch in der Nettomietrendite wider, die nach einem Anstieg auf 4,0 % in 2026 in den Folgejahren auf bis zu 3,7 % absinkt.
362. Der **Verwaltungsaufwand** umfasst neben Anwalts- und Beratungskosten (die keiner spezifischen Immobilie zugeordnet werden), Abschreibungen im Zusammenhang mit immateriellen Vermögenswerten und Sachanlagen. Zudem enthält der Verwaltungsaufwand eine Vielzahl weiterer Posten wie etwa Kommunikations-, IT-, Versicherungs- und Reisekosten. Im Planungszeitraum erhöht sich der Verwaltungsaufwand von 9,0 Mio. € im FC 2024 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate um 3,3 % auf 10,6 Mio. € in 2029. Das Planjahr 2025 berücksichtigt einmalige Restrukturierungskosten i.H.v. 2,9 Mio. € im Zusammenhang mit dem Verlust des REIT-Status und einer Sitzverlagerung nach Luxemburg. Der Verwaltungsaufwand spiegelt die gestiegene Komplexität der Konzernstruktur wider, die zu jährlich zusätzlichen Kosten i.H.v. 1,1 Mio. € führt. Dabei soll das Immobilienvermögen in 110 Kommanditgesellschaften ausgegliedert werden, wobei für jede dieser Gesellschaften ein pauschaler jährlicher Aufwand i.H.v. 10 T€ geplant wird. Im Verwaltungsaufwand wird außerdem eine Kostenreduzierung in Höhe von rund 0,4 Mio. € p.a. aus dem Wegfall der Börsennotierung berücksichtigt. Insgesamt steigt die Verwaltungsaufwandsquote aufgrund abnehmender Umsatzerlöse von 4,6 % in FC 2024 auf bis zu 5,7 % im letzten Detailplanungsjahr 2029.
363. Der **Personalaufwand** enthält Löhne und Gehälter sowie Tantieme und Bonuszahlungen für Mitarbeitende, die keine unmittelbar zurechenbare Dienstleistungen für spezifische Immobilien erbringen. Der Anstieg des Personalaufwands von 10,3 Mio. € um 1,6 Mio. € auf 11,9 Mio. € im Planjahr 2025 ist im Wesentlichen auf zusätzlich anfallende Umsatzsteuern aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierung nach Verlust des REIT-Status zurückzuführen. Im Rahmen der Planungsrechnung wird eine konstante Mitarbeiterzahl unterstellt, so dass der Anstieg des Personalaufwands auf Lohn- und Gehaltssteigerungen zurückzuführen ist. Die Personalaufwandsquote erhöht sich aufgrund abnehmender Umsatzerlöse auf bis zu 7,0 % im letzten Detailplanungsjahr 2029.
364. Die sonstigen **betrieblichen Erträge** enthalten einmalige Zahlungen wie etwa Kompensationszahlungen für vorzeitig gekündigte Mietverträge und wurden über den Planungszeitraum pauschal mit 1,0 Mio. € p.a. geplant. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** wurden konstant mit 4,0 Mio. € p.a. geplant und enthalten die jährlichen Dividendenzahlungen an die Minderheitsgesellschafter der Prime Portfolio KG (vgl. Tz. 135, 322).

365. Das **Nettoergebnis aus der Bewertung von Immobilien** in Höhe von -10,4 Mio. € bzw. -10,5 Mio. € in den Jahren 2025 und 2026 entspricht den Abschreibungen auf aktivierte Leerstands- und Entwicklungskosten und stellt die Gegenbuchung zu den aktivierten Kosten dar. In den Jahren 2025 und 2026 werden keine Effekte aus der Bewertung des Immobilienportfolios geplant. Die geplanten Investitionen werden mit einer zweijährigen Verzögerung (ab 2027) zu 50 % als werterhöhend in der Planungsrechnung berücksichtigt. So setzt sich das Nettoergebnis aus der Bewertung von Immobilien i.H.v. insgesamt 60,5 Mio. € im Jahr 2027 aus den Abschreibungen auf aktivierte Leerstands- und Entwicklungskosten i.H.v. -10,5 Mio. € und Werterhöhungen aus Investitionen in Immobilien i.H.v. 71,0 Mio. € (entspricht 50 % von 142,0 Mio. €) zusammen. Die von alstria geplanten Investitionen stellen sich im Planungszeitraum wie folgt dar:

alstria Office REIT-AG – Investitionen (in Mio. €)



Quelle: alstria; IVA-Darstellung

Abbildung 33: Investitionen im Detailplanungszeitraum

366. Im Detailplanungszeitraum sieht alstria Investitionen in Sanierungs- und Modernisierungsmaßnahmen im Umfang von jährlich zwischen 104 Mio. € und 142 Mio. € vor. Das kumulierte Volumen der Investitionen beträgt im Zeitraum von 2025 bis 2029 insgesamt 576 Mio. €. Der Umfang der zu einem bestimmten Zeitpunkt durchgeführten Sanierungs- und Modernisierungsmaßnahmen wird unter Risikomanagement-Gesichtspunkten festgelegt. Dabei verfolgt die Gesellschaft das Ziel, das Bau- und Sanierungsrisiko auf maximal rd. 20,0 % der Bilanzsumme zu begrenzen. Die Investitionen gliedern sich in Capex (Sanierungskosten) und Wiedervermietungskosten. Capex zielt auf eine wesentliche Verbesserung der Gebäudesubstanz ab und ermöglicht die Ausschöpfung von Mietsteigerungspotenzialen. Wiedervermietungskosten hingegen fallen bei Mieterwechseln an und dienen primär der Werterhaltung, ohne den Wert der Immobilie nachhaltig zu erhöhen.

367. Insgesamt führen die beschriebenen Effekte in den Jahren 2025 und 2026 zu einem Rückgang des EBIT infolge der Veräußerung von Immobilien. Ab 2027 steigt das EBIT aufgrund des Nettoergebnisses aus der Bewertung von Immobilien an. Die EBIT-Marge entwickelt sich volatil innerhalb einer Bandbreite von 64,5 % bis 101,5 %. In Tz. 254f. haben wir die für Vergleichsunternehmen prognostizierten EBIT-Margen dargestellt, die im Median in einer Bandbreite zwischen 71,5 % bis 80,4 % liegen. Wir erachten die sich ergebende EBIT-Marge der alstria unter Berücksichtigung der eigenen historischen EBIT-Margen und der durchschnittlichen historischen und prognostizierten EBIT-Margen von Vergleichsunternehmen insgesamt ebenfalls als plausibel. Wir erachten die Planungsannahmen vor dem Hintergrund der zum Bewertungsstichtag vorliegenden ESG-Rahmenbedingungen (vgl. Tz. 156ff.) als plausibel.
368. Wir haben im Rahmen unserer Angemessenheitsprüfung die rechnerische und formelle Plausibilität der bewertungsrelevanten Planungsrechnung (Zukunftserfolgsplanung) der alstria untersucht. Dabei haben wir weder rechnerische Inkonsistenzen noch Inkonsistenzen bei den Annahmen innerhalb einzelner Teilpläne festgestellt.
369. Darüber hinaus haben wir die interne und externe Plausibilität der Planungsrechnung untersucht. Die interne und externe Plausibilität ist gegeben, wenn die Annahmen und Planansätze für den jeweiligen Anlass nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen, d. h. in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse sind. Vor dem Hintergrund unserer Erkenntnisse aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse kommen wir zu dem Ergebnis, dass die Planungsrechnung der Gesellschaft insgesamt als plausibel einzustufen ist.

c) Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) in der Konvergenzphase und in der ewigen Rente

370. Da sich die alstria zum Ende des Detailplanungszeitraums im Geschäftsjahr 2029 noch nicht in dem für den Ansatz der ewigen Rente erforderlichen eingeschwungenen Zustand befindet, hat ValueTrust im Rahmen der Bewertung der alstria den Detailplanungszeitraum um eine Konvergenzphase ergänzt, welche die Jahre 2030 bis 2033 und ein nachhaltiges Ergebnis ab dem Jahr 2034 umfasst.
371. Die Verlängerung um die Konvergenzphase begründet die Gutachterin damit, dass alstria bis einschließlich des Jahres 2029 Investitionen in die Entwicklung des Immobilienportfolios plant und das entsprechende Umsatzwachstum bzw. Wertsteigerungen der Immobilien erst nach dem Jahr 2029 realisiert werden. Darüber berücksichtigt die Gutachterin in der Konvergenzphase über das Jahr 2029 hinausgehende Entwicklungstätigkeiten. Nach

Einschätzung der Gutachterin kann alstria grundsätzlich an der stabilen Konjunktur partizipieren, allerdings besteht in Bezug auf die Büroflächennachfrage im Zuge des Trends zum Homeoffice und den angepassten Kundenbedürfnissen eine große Unsicherheit. Nichtsdestotrotz sieht die Bewertungsgutachterin die alstria in der Lage, durch Sanierungen und Modernisierungen auf die angepassten sich veränderten Kundenbedürfnissen zu reagieren. Dem stünden allerdings auch hohe Entwicklungs- und Investitionsrisiken gegenüber. Diese Einschätzung des Bewertungsgutachters deckt sich mit unserer Einschätzung in Bezug auf das Marktumfeld (vgl. Abschnitt D.I.4), in dem die alstria operiert.

372. Folgende Tabelle stellt die Plan-GuV in der Konvergenzphase sowie das nachhaltige Ergebnis gemäß der Bewertung von ValueTrust dar:

alstria Gewinn- und Verlustrechnung Mio. €	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	Plan 2031	Plan 2032	Plan 2033	TV 2034 ff.	CAGR 2029 -33
Mieterlöse	192,0	196,8	193,0	186,9	185,6	208,4	231,3	254,1	276,9	282,5	10,5
Wachstum in %	-2,8	2,5	-1,9	-3,2	-0,7	12,3	11,0	9,9	9,0	2,0	
Grundstücksbetriebsaufwand in % der Mieterlöse	-30,3	-31,0	-31,9	-32,6	-33,3	-35,9	-38,1	-40,0	-41,5	-42,4	5,7
	-15,8	-15,8	-16,5	-17,4	-17,9	-17,2	-16,5	-15,7	-15,0	-15,0	
Nettomieteinnahmen	161,7	165,8	161,1	154,3	152,3	172,6	193,2	214,1	235,4	240,1	11,5
in % der Mieterlöse	84,2	84,2	83,5	82,6	82,1	82,8	83,5	84,3	85,0	85,0	
Verwaltungsaufwand in % der Mieterlöse	-12,6	-9,9	-10,2	-10,4	-10,6	-11,0	-11,3	-11,7	-11,9	-12,2	3,0
	-6,6	-5,0	-5,3	-5,6	-5,7	-5,3	-4,9	-4,6	-4,3	-4,3	
Personalaufwand in % der Mieterlöse	-11,9	-12,1	-12,4	-12,6	-12,9	-13,2	-13,4	-13,7	-14,0	-14,2	2,0
	-6,2	-6,1	-6,4	-6,7	-7,0	-6,3	-5,8	-5,4	-5,0	-5,0	
Sonstige betriebliche Erträge in % der Mieterlöse	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,02	1,04	1,06	1,08	1,10	2,0
	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	
Sonstige betriebliche Aufwend. in % der Mieterlöse	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	0,0	0,0	0,0	
	-2,1	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-1,9	-1,7	0,0	0,0	0,0	
Nettoergebnis aus der Bewertung von Immobilien in % der Mieterlöse	-10,4	-10,5	60,5	41,3	44,3	44,1	43,9	17,8	18,2	18,6	-20,0
	-5,4	-5,4	31,3	22,1	23,9	21,2	19,0	7,0	6,6	6,6	
EBIT	123,8	130,3	196,0	169,6	170,1	189,6	209,4	207,6	228,8	233,4	7,7
in % der Mieterlöse	64,5	66,2	101,5	90,8	91,7	91,0	90,5	81,7	82,6	82,6	
Abschreibungen	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,7	1,9	2,1	2,1	2,1	
EBITDA nachrichtlich	125,3	131,8	197,5	171,1	171,6	191,3	211,2	209,7	230,9	235,5	7,7
in % der Mieterlöse	65,2	66,9	102,3	91,6	92,5	91,8	91,3	82,5	83,4	83,4	
<i>Nachrichtlich</i>											
Immobilienbestand	4.163	4.157	4.088	4.000	4.065	4.115	4.165	4.217	4.270	4.324	1,2
Bruttomietrendite (%)	4,6	4,7	4,7	4,7	4,6	5,1	5,6	6,0	6,5	6,5	
Nettomietrendite (%)	3,9	4,0	3,9	3,9	3,7	4,2	4,6	5,1	5,5	5,6	

Quelle: alstria; ValueTrust

Tabelle 18: Konvergenzphase der alstria-Gruppe im Zeitraum von 2030 bis 2033 und ewige Rente ab 2034 ff.

373. Die **Mieterlöse** steigen von 185,6 Mio. € im letzten Detailplanungsjahr auf 276,9 Mio. € im Jahr 2033. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 10,5 % und liegt deutlich über den historischen sowie im Detailplanungszeitraum geplanten Wachstumsraten. Gleichzeitig verbessert sich die Bruttomietrendite von 4,6 % in 2029 auf bis

zu 6,5 % in 2033. Diese positive Entwicklung der Mieterlöse basiert auf folgenden Annahmen: Bis zum Ende des Jahres 2029 werden nach den geplanten Veräußerungen im Detailplanungszeitraum rund 90 Objekte im Bestand der alstria verbleiben. Die Bewertungsgutachterin geht davon aus, dass die Bestandsfläche in der Konvergenzphase konstant bleibt. Während die historische Leerstandsquote (Verhältnis der leerstehenden Büroflächen zu den gesamten Büroflächen) im Zeitraum von 2021 bis 2024 zwischen 15 % und 20 % schwankte (aktuell 21,0 %, vgl. Tz. 141) und eng mit der Entwicklungstätigkeit verknüpft war, plant ValueTrust in der Konvergenzphase eine Reduzierung der Leerstandsquote auf bis zu 7,0 % im Jahr 2033. Darüber hinaus spiegeln die angesetzten Mietpreise je Quadratmeter sowohl die Potenzialmieten nach abgeschlossenen Modernisierungen als auch Mietsteigerungen durch Indexierungen wider. So erhöhen sich die durchschnittlichen Mietpreise je m² von etwa 13,0 € in 2029 auf über 19,0 € in 2033. Die geplante Erhöhung der Mietpreise reflektiert das Potenzial der stillen Reserven, das durch Investitionen im Detailplanungszeitraum geschaffen wurde.

374. Wir erachten die geplanten Leerstandsquote in der Konvergenzphase angesichts der unsicheren Nachfrage nach Büroflächen infolge des Trends zum Homeoffice und der veränderten Kundenbedürfnisse für ambitioniert. Auch eine höhere Leerstandsquote wäre unseres Erachtens im Hinblick auf die zuletzt gestiegenen Leerstandsquoten in den Top-Städten als vertretbar anzusehen (vgl. Tz. 218). In Bezug auf die Höhe der Mietpreise können insbesondere in Spitzenlagen nach Sanierungen und Modernisierungen Mietpreissteigerungen erzielt werden (vgl. Tz. 212), so dass wir die geplanten Mieterlöse in der Gesamtbetrachtung als plausibel erachten. Zutreffend verweist die Bewertungsgutachterin auf die hohen Entwicklungs- und Investitionsrisiken hin, denen die Gesellschaft ausgesetzt ist.
375. Der **Grundstücksbetriebsaufwand** besteht aus Fixkosten, die mit der Inflationsrate fortgeschrieben werden sowie aus den Leerstandskosten. Die Bewertungsgutachterin hat bei der Ableitung des Grundstücksbetriebsaufwand in der Konvergenzphase auf eine nachhaltige Aufwandsquote von 15,0 % abgestellt. Diese Quote liegt unterhalb des historischen Durchschnitts (15,2 % im Zeitraum von 2022 bis 2024) sowie unterhalb der Durchschnittsquote im Detailplanungszeitraum (16,7 %). Die durchschnittliche Wachstumsrate des Grundstücksbetriebsaufwands liegt in der Konvergenzphase bei rd. 5,7 % p.a. Der über der Inflationsrate liegende Anstieg ist dabei insbesondere auf überproportional steigende Kosten im Zusammenhang mit der technischen Gebäudeausstattung zurückzuführen, die mit der Sanierung und Modernisierung der Objekte und der damit einhergehenden besseren technischen Ausstattung einhergehen. Gleichwohl erachten wir die geplante Entwicklung des Grundstücksbetriebsaufwands im oberen Bereich einer denkbaren Bandbreite.
376. In Summe ergeben sich **Nettomieteinnahmen**, die in der Konvergenzphase von 152,3 Mio. € in 2029 um 11,5 % p.a. auf bis zu 214,1 Mio. € in 2033 ansteigen. Die Nettomietrendite als die

Quote aus den Nettomieteinnahmen zum Verkehrswert des Immobilienbestands verbessert sich von 3,7 % in 2029 auf 5,5 % in 2033.

377. Der **Verwaltungsaufwand** wurde in der Konvergenzphase grundsätzlich mit der nachhaltigen Wachstumsrate fortgeschrieben. Abweichend davon wurden die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen gemäß dem Abschreibungsplan berücksichtigt. Ebenso wurden der **Personalaufwand** und **die sonstigen betrieblichen Erträge** in der Konvergenzphase mit der nachhaltigen Wachstumsrate fortgeschrieben.
378. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** enthalten in den Jahren 2030 und 2031 die jährlichen Dividendenzahlungen an die Minderheitsaktionäre der Prime Portfolio KG (vgl. Tz. 128, 312). Mit Fälligkeit der langfristigen Ausleihe an die niederländische Stiftung im Jahr 2032 entfällt die jährliche Dividendenzahlung. Der Rückführungsbetrag wird annahmegemäß verwendet, um die von der niederländischen Stiftung gehaltenen Kommanditanteile an der Prime Portfolio KG zurückzuerwerben.
379. Das **Nettoergebnis aus der Bewertung von Immobilien** enthält Abschreibungen auf aktivierte Leerstands- und Entwicklungskosten in Höhe von 10,9 Mio. € im ersten Konvergenzjahr 2030, die mit der nachhaltigen Wachstumsrate fortgeschrieben wurden sowie Werterhöhungen des Immobilienportfolios aus geplanten Investitionen. Die Bewertungsgutachterin geht in der Konvergenzphase davon aus, dass neben der Vermietung der Immobilien aus dem Bestandsportfolio neue Immobilien erworben, modernisiert und veräußert werden. Dadurch werden langfristig jährlich rd. 10,0 % Immobilienportfolios saniert und modernisiert. Die Bewertungsgutachterin plant eine kontinuierliche Akquisition von Immobilien ab 2030, die innerhalb von zwei Jahren modernisiert und anschließend veräußert werden. Das Akquisitionsvolumen liegt in der Konvergenzphase zwischen rd. 45 bis 49 Mio. € p.a. Dabei erfolgen die Ankäufe zu vergleichsweise geringeren Preisen, während die Wertsteigerung nach Abschluss der Sanierungs- und Modernisierungsmaßnahmen im Nettoergebnis aus der Bewertung von Immobilien berücksichtigt wird. Nachhaltig wird mit einem durchschnittlichen Veräußerungsgewinn in Höhe von 30 Mio. € p.a. geplant. Die Anzahl der zu erwerbenden und zu veräußernden Immobilien leitet die Bewertungsgutachterin aus den historischen An- und Verkaufsaktivitäten der alstria ab.
380. Insgesamt führen die beschriebenen Effekte zu einem Anstieg des EBIT von 170,1 Mio. € in 2029 um 7,7 % p.a. auf 228,8 Mio. € in 2033. Wir konnten das sich ergebende EBIT in der Konvergenzphase rechnerisch und inhaltlich nachvollziehen und erachten dieses als plausibel. Wir erachten die durch die Bewertungsgutachterin getroffenen Annahmen vor dem Hintergrund der zum Bewertungsstichtag vorliegenden ESG-Rahmenbedingungen (vgl. Tz. 156ff.) insgesamt als plausibel.

381. In der ewigen Rente ab 2034 ff. hat die Bewertungsgutachtern alle Posten einheitlich mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 2,0 % p.a. fortgeschrieben. Wir haben die Annahmen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und erachten diese insgesamt als plausibel.

d) Finanzergebnis

382. Die folgende Übersicht zeigt die Überleitung des von der Gesellschaft geplanten operativen Ergebnisses (EBIT) auf das Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT).

alstria Office REIT-AG	FC	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Gewinn- und Verlustrechnung	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2034
Mio. €												ff.
Operatives Ergebnis (EBIT)	134,3	123,8	130,3	196,0	169,6	170,1	189,6	209,4	207,6	228,8	233,4	
Finanzergebnis	-73,1	-79,9	-81,9	-85,3	-91,4	-90,1	-87,8	-87,0	-89,6	-91,4	-93,2	
Außerordentliches Ergebnis	13,9	0,0	0,0	-3,1	-13,8	-11,3	-7,5	-3,8	0,0	0,0	0,0	
Ergebnis vor Steuern	75,1	43,9	48,4	107,6	64,4	68,7	94,3	118,7	118,0	137,4	140,1	

Quelle: alstria Office REIT-AG; ValueTrust; IVA-Darstellung

Tabelle 19: Planungsrechnung des alstria Office REIT-Konzerns – Ableitung Finanzergebnis, Neutrales Ergebnis und EBT

383. Das **Finanzergebnis** wurde ausgehend von der Konzernbilanz der alstria zum 31. Dezember 2024 und einer integrierten Bilanz- und Finanzplanung für die einzelnen Jahre des Detailplanungszeitraums abgeleitet.

384. Den Ausgangspunkt für die Planung des Finanzergebnisses bildeten die zinstragenden Verbindlichkeiten und Vermögenswerte zum 31. Dezember 2024. Hierzu zählen neben den Darlehen, die für die Finanzierung einzelner Objekte oder Portfolios aufgenommen wurden auch die begebenen Unternehmensanleihen und Schuldscheindarlehen. Demgegenüber stehen Zinserträge sowohl aus der Anlage der liquiden Mittel als auch aus langfristigen Ausleihungen an eine niederländische Stiftung.

385. Das Finanzergebnis wird ausgehend von der bestehenden Verschuldungs- und Absicherungsstruktur sowie den der alstria zur Verfügung stehenden Konditionen geplant. Einhergehend mit der geplanten Veräußerung von Vermögenswerten sowie der Thesaurierung des Jahresüberschusses wird im Verlauf des Planungszeitraums die Fremdfinanzierung zurückgeführt. Finanzielle Verbindlichkeiten werden annahmegemäß zu ihren Fälligkeitszeitpunkt durch eine neue Finanzierung zu den erwarteten Marktkonditionen refinanziert. Dabei wurde jeweils der 5-Jahres-Forward-Swap-Satz zuzüglich einer Marge von 175 Basispunkten angesetzt. Die geplanten Zinssätze für die Refinanzierung der bestehenden Verbindlichkeiten liegen im Planungszeitraum in der Bandbreite zwischen 3,9 % und 4,1 %. In der Grobplanungsphase und in der Phase der Ewigen Rente wird ein durchschnittlicher

Zinssatz von 4,3 % angesetzt. Für die liquiden Mittel werden Zinssätze zwischen 1,6 % und 2,0 % angesetzt.

386. Entsprechend der Planung der Gesellschaft reduziert sich das Finanzergebnis von -79,9 Mio. € im Jahr 2025 auf -90,1 Mio. € im Jahr 2029. Ursächlich hierfür ist der im Zeitablauf steigende durchschnittliche effektive Zinssatz, der aus der Refinanzierung der auslaufenden, zu günstigen Zinskonditionen abgeschlossenen Finanzierungen zu höheren Zinssätzen resultiert. Durch den steigenden durchschnittlichen Zinssatz wird der positive Effekt aus dem rückläufigen Fremdfinanzierungsvolumen überkompensiert.
387. Geplante Mittelabflüsse aus den „hedge paydowns“ wurden von der Bewertungsgutachterin als außerordentliches Ergebnis in der Planung berücksichtigt. Für die Grobplanungsphase geht die Bewertungsgutachterin von einem linearen Rückgang des außerordentlichen Ergebnisses aus.
388. Wir haben die Ermittlung des Finanzergebnisses rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen. Wir kommen zu dem Ergebnis, dass das Finanzergebnis insgesamt sachgerecht geplant wurde.
389. Unter Berücksichtigung des Finanzergebnisses und des außerordentlichen Ergebnisses steigt das Ergebnis vor Ertragsteuern von 43,9 Mio.€ im Jahr 2025 auf 68,7 Mio. € im letzten Jahre des Detailplanungszeitraums (2029). In den folgenden Jahren der Grobplanungsphase bis zur Phase der ewigen Rente ist ein deutlicher Anstieg des Ergebnisses vor Ertragsteuern zu verzeichnen, der bei einer nur moderaten Ausweitung des negativen Finanzergebnisses insbesondere auf steigende Nettomieteinnahmen zurückzuführen ist.

e) Ertragsteuern des Unternehmens

390. Die den **Unternehmenseignern** frei zur Verfügung stehenden künftigen Nettozuflüsse sind unter Abzug der Ertragsteuern des Unternehmens zu ermitteln. Die Ertragsteuern berücksichtigen die Gewerbe- und Körperschaftsteuer (inkl. SolZ).
391. Für die anfallenden Unternehmenssteuern wurden die Gewerbesteuer, die Körperschaftsteuer (15,0 %) und der SolZ (5,5 %) berücksichtigt. Die Berechnung der Gewerbesteuer erfolgte mit einem Gewerbesteuerhebesatz von 470 %, so dass sich ein effektiver Gewerbesteuersatz von 16,45 % ergibt.
392. Die alstria verfügt zum 31. Dezember 2024 über keine nutzbaren gewerbe- oder körperschaftsteuerliche Verlustvorträge.

393. Die folgende Übersicht zeigt die Überleitung zum Jahresergebnis der alstria unter Berücksichtigung der von der Bewertungsgutachterin ValueTrust angesetzten Ertragsteuern des Unternehmens.

alstria Office REIT-AG	FC	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Gewinn- und Verlustrechnung	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2034
Mio. €												ff.
Ergebnis vor Steuern (EBT)	75,1	43,9	48,4	107,6	64,4	68,7	94,3	118,7	118,0	137,4	140,1	
Unternehmenssteuern	1,9	-3,1	-4,6	-17,1	-18,5	-6,6	-6,0	-8,9	-11,3	-14,9	-15,2	
Effektive Steuerquote	-2,5%	7,1%	9,5%	15,9%	28,7%	9,6%	6,4%	7,5%	9,6%	10,8%	10,8%	
Jahresergebnis	77,0	40,8	43,8	90,5	45,9	62,1	88,3	109,8	106,7	122,5	124,9	

Quelle: alstria Office REIT-AG; ValueTrust; IVA-Darstellung

Tabelle 20: Planungsrechnung des alstria Office REIT-Konzerns – Ableitung der Ertragsteuern des Unternehmens und Jahresergebnis

394. Aufgrund ihres REIT-Status ist alstria bis zum 31. Dezember 2024 steuerbefreit. Im Zusammenhang mit der Mehrheitsbeteiligung der BPG Holdings Bermuda Limited und dem beabsichtigten Squeeze Out wird die alstria zum 1. Januar 2025 ihren REIT-Status verlieren, da die Voraussetzung eines hinreichenden Streubesitzanteils gemäß § 18 Abs. 3 REITG nicht mehr erfüllt ist.

395. Im Geschäftsjahr 2025 soll die alstria in der derzeitigen Rechtsform einer Aktiengesellschaft mit Sitz und Ort der Geschäftsleitung in Deutschland fortgeführt werden. Nach Verlust der Steuerbefreiung des REITG wird alstria ab dem 1. Januar 2025 grundsätzlich der deutschen Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer unterliegen. Es ist davon auszugehen, dass alstria in der vorliegenden Struktur die Möglichkeit der erweiterten Gewerbesteuerkürzung gemäß § 9 Nr. 1 Satz 1 GewStG nicht in Anspruch nehmen kann.

396. Im Zusammenhang mit dem Verlust des REIT-Status werden von der Gesellschaft vor diesem Hintergrund Maßnahmen zur Optimierung der steuerlichen Situation vorgenommen. So wird alstria mit Wirkung zum Beginn des Geschäftsjahres 2026 insbesondere ihren Hauptsitz nach Luxemburg verlagern und weitere organisatorische Maßnahmen durchführen. Die geplante Umstrukturierung umfasst u.a. auch die mögliche Übertragung administrativer Tätigkeiten in eine separate Managementgesellschaft („ManCo“) sowie Anpassungen in der rechtlichen Struktur. Im Ergebnis soll damit erreicht werden, dass die erweiterte Gewerbesteuerkürzung für die laufenden Einkünfte aus der vermögensverwaltenden Tätigkeit in Anspruch genommen werden kann und insoweit die Gesellschaft auf diese Einkünfte nur mit der Körperschaftsteuer belastet wird.

397. Im Hinblick auf die in Zukunft geplanten Veräußerungen geht die Gesellschaft davon aus, dass aufgrund des engen zeitlichen Rahmens zwischen den durchgeführten Investitionen für

Maßnahmen des Refurbishment der Objekte und deren Veräußerung von einer Projektentwicklungstätigkeit auszugehen ist, die neben der Körperschaftsteuer auch der Gewerbesteuer unterliegt.

398. Ausgehend vom geplanten Ergebnis vor Steuern (EBT) gemäß IFRS nimmt die Gesellschaft eine vereinfachte Ermittlung des steuerlichen EBT vor, das die Basis für die Ermittlung der zahlungswirksamen Steuerbelastung bildet. Im Rahmen der Überleistungsrechnung zur steuerlichen Bemessungsgrundlage werden insbesondere die erwarteten planmäßigen steuerlichen Abschreibungen der Immobilien, entstehende steuerliche Verlustvorträge und die begrenzte steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen aufgrund der Anwendung der sogenannten Zinsschranke berücksichtigt.
399. Im Planungszeitraum ergeben sich entsprechend der Steuerplanung der Gesellschaft zahlungswirksame Steuern vom Einkommen und Ertrag i.H.v. 3,1 Mio.€ im Jahr 2025, die in den nachfolgenden Jahren zunächst ansteigen und im Jahr 2028 ein Niveau von 18,5 Mio. € erreichen. Ursächlich für diesen Anstieg sind insbesondere die vergleichsweise hohen Veräußerungsgewinne aus der geplanten Veräußerung von Objekten in den Jahren 2027 und 2028. Einhergehend mit einer Normalisierung des Veräußerungsvolumens und der damit einhergehenden Erfolgsbeiträge reduzieren sich die Steuern vom Einkommen und Ertrag im Jahr 2029 wieder deutlich auf 6,6 Mio. €.
400. In der Grobplanungsphase hat die Bewertungsgutachterin die Steuerberechnung unter Berücksichtigung der geplanten Entwicklung der IFRS-Ergebnisse und der darin enthaltenen Veräußerungsgewinne fortentwickelt. Für die Phase der ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin im nachhaltigen Ergebnis eine effektive Ertragsteuerquote von 10,8 % auf das Ergebnis vor Steuern nach IFRS angesetzt.
401. Wir haben die Ableitung der Ertragsteuern des Unternehmens rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen und halten diese für sachgerecht. Die nachhaltige effektive Ertragssteuerquote ist aus unserer Sicht im Ergebnis als plausibel anzusehen.

f) Zusammenfassendes Urteil zur Plausibilität der Planungsrechnung

402. Wir haben im Rahmen unserer Angemessenheitsprüfung die rechnerische und formelle Plausibilität der bewertungsrelevanten Planungsrechnung der alstria untersucht. Dabei haben wir weder rechnerische Inkonsistenzen noch Inkonsistenzen bei den Annahmen innerhalb einzelner Teilpläne festgestellt.
403. Darüber hinaus haben wir die interne und externe Plausibilität der Planungsrechnung untersucht. Die interne und externe Plausibilität ist gegeben, wenn die Annahmen und

Planansätze für den jeweiligen Anlass nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen, d. h. in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse sind. Vor dem Hintergrund unserer Erkenntnisse aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse kommen wir zu dem Ergebnis, dass die Planungsrechnung insgesamt als plausibel einzustufen ist.

404. In Bezug auf die geplanten Mieterlöse im Detailplanungszeitraum haben wir in Tz. 252f. die für Vergleichsunternehmen prognostizierten Wachstumsraten der Mieterlöse dargestellt, die im Median in einer Bandbreite zwischen 2,5 % bis 4,0 % liegen. Wir erachten die geplanten Wachstumsraten der Mieterlöse der alstria unter Berücksichtigung der geplanten Veräußerungen und im Vergleich zu den eigenen historischen Wachstumsraten sowie zu den durchschnittlichen historischen und prognostizierten Wachstumsraten von Vergleichsunternehmen insgesamt als plausibel. Wir erachten die geplanten Leerstandsquoten in der Konvergenzphase angesichts der unsicheren Nachfrage nach Büroflächen infolge des Trends zum Homeoffice und der veränderten Kundenbedürfnisse für ambitioniert. Auch eine höhere Leerstandsquote ist unseres Erachtens im Hinblick auf die zuletzt gestiegenen Leerstandsquoten in den Top-Städten als vertretbar anzusehen (vgl. Tz. 218). In Bezug auf die Höhe der Mietpreise können insbesondere in Spitzenlagen nach Sanierungen und Modernisierungen Mietpreissteigerungen erzielt werden (vgl. Tz. 212), so dass wir die geplanten Mieterlöse in der Gesamtbetrachtung als plausibel erachten. Zutreffend verweist die Bewertungsgutachterin auf die hohen Entwicklungs- und Investitionsrisiken hin, denen die Gesellschaft ausgesetzt ist.
405. In Bezug auf das EBIT haben wir in Tz. 254f. die für Vergleichsunternehmen der alstria prognostizierten EBIT-Margen dargestellt, die im Median in einer Bandbreite zwischen 71,5 % bis 80,4 % liegen. Wir erachten die sich ergebende EBIT-Marge der alstria unter Berücksichtigung der eigenen historischen EBIT-Margen und der durchschnittlichen historischen und prognostizierten EBIT-Margen von Vergleichsunternehmen vor dem Hintergrund der zum Bewertungsstichtag vorliegenden ESG-Rahmenbedingungen (vgl. Tz. 156ff.) insgesamt ebenfalls als plausibel.
406. In der ewigen Rente ab 2034 ff. hat die Bewertungsgutachtern alle Posten einheitlich mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 2,0 % p.a. fortgeschrieben. Wir haben die Annahmen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und erachten diese insgesamt als plausibel.

5. Ableitung der Nettoausschüttungen

a) Ausschüttungsverhalten

407. In der Detailplanungsphase ist entsprechend den Empfehlungen des IDW eine Aufteilung der finanziellen Überschüsse auf Ausschüttungen und **Thesaurierungen** auf der Basis des individuellen Unternehmenskonzepts und unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen vorzunehmen (vgl. IDW S 1, Tz. 36). Thesaurierte Mittel können etwa zur Finanzierung von Investitionen oder zur Tilgung von Finanzverbindlichkeiten verwendet werden. Sofern für die Verwendung der thesaurierten Beträge hingegen keine konkreten Planungen vorliegen und auch die Investitionsplanung keine konkrete Verwendung vorsieht, ist eine sachgerechte Prämisse im Hinblick auf die Mittelverwendung zu treffen (vgl. IDW S 1, Tz. 35 f.).
408. Die Planungsrechnung der Gesellschaft sieht für den Detailplanungszeitraum keine Dividendenzahlungen vor. Vielmehr sollen die erwirtschafteten Jahresüberschüsse sowie die aus Objektveräußerungen generierten Mittel zur Reinvestition in Refurbishment-Maßnahmen des Immobilienportfolios sowie zur Tilgung von Finanzverbindlichkeiten genutzt werden.
409. Beginnend mit dem ersten Jahr der Grobplanungsphase (2030) setzt die Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote von 50,0 % an. Zudem werden (echte) Thesaurierungen zur Finanzierung des Bilanzwachstums angenommen. Die hierfür vorgesehenen Mittel mindern insoweit den Wertbeitrag aus Thesaurierungen, der den Anteilseignern unmittelbar fiktiv zugerechnet wird.
410. Im Rahmen der Planung der echten Thesaurierungen in der Grobplanungsphase geht die Bewertungsgutachterin bis zum Jahr 2032 von einem konstanten Bestand an Finanzverbindlichkeiten aus, so dass die Thesaurierungen zu einer entsprechenden Verbesserung des Verschuldungsgrades führen. Die als Wertbeitrag aus Thesaurierungen erfassten Beträge führen hingegen nicht zu einer Veränderung des Finanzergebnisses oder des Verschuldungsgrades der alstria.
411. Im Hinblick auf die Annahmen zum Ausschüttungsverhalten der alstria haben wir folgende Feststellungen:
- Die von der Bewertungsgutachterin getroffene Annahme, dass die Jahresüberschüsse in der Detailplanungsphase vollständig thesauriert werden, entspricht der beabsichtigten Ausschüttungspolitik der Gesellschaft, die in der Unternehmensplanung hinterlegt ist. Die Annahme ist damit nicht zu beanstanden.

- Die von der Bewertungsgutachterin in der Grobplanungsphase ab dem Jahr 2030 sowie in der Phase der ewigen Rente angesetzte Ausschüttungsquote von 50 % liegt innerhalb der am deutschen Kapitalmarkt zu beobachtenden Bandbreite der Ausschüttungsquoten von 40 % bis 60 % (vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 280).
 - Ergänzend haben wir eigene Analysen zur Ausschüttungsquote der von uns herangezogenen Peer Group-Unternehmen in der Vergangenheit durchgeführt. Im Ergebnis deuten diese Analysen auf eine in der Bandbreite zwischen rd. 40 % und 55 % liegende Ausschüttungsquote hin. Aufgrund der im Vergleich zu Ausschüttungen geringeren effektiven persönlichen Ertragsteuerbelastung von Wertsteigerungen aus Thesaurierungen würde sich eine niedrigere Ausschüttungsquote c.p. unternehmenswerterhöhend auswirken.
 - Wir erachten die von der Bewertungsgutachterin zugrunde gelegte Ausschüttungsquote von 50,0 % der Höhe nach für vertretbar. Sie liegt innerhalb einer von uns im als plausibel angesehenen Bandbreite für die Ausschüttungsquote.
 - In der Grobplanungsphase ab dem Jahr 2030 ff. wurde von der Bewertungsgutachterin zunächst eine anteilige echte Thesaurierung zur Finanzierung des nachhaltigen Bilanzwachstums unter der Annahme konstanter Finanzverbindlichkeiten berücksichtigt. Diese Annahme erachten wir auch vor dem Hintergrund des im Detailplanungszeitraums angenommenen Abbaus der Finanzverbindlichkeiten für vertretbar.
 - Beginnend mit dem Jahr 2033 und in der Phase der Ewigen Rente geht die Bewertungsgutachterin davon aus, dass das nachhaltige Bilanzwachstum anteilig sowohl durch Finanzverbindlichkeiten als auch durch Eigenkapital unterlegt wird. Während die Finanzverbindlichkeiten entsprechend der nachhaltigen Wachstumsrate steigen, wird der weitere Finanzierungsbedarf über sogenannte wachstumsbedingte, echte Thesaurierungen gedeckt. Damit wird methodisch zutreffend eine nachhaltig stabile Kapitalstruktur und ein konstanter Verschuldungsgrad in der Phase der Ewigen Rente gewährleistet. Die erforderliche wachstumsbedingte Thesaurierung wurde daher zutreffend nicht in den Wertbeitrag aus der unmittelbaren fiktiven Zurechnung von Thesaurierungen an die Anteilseigner einbezogen.
412. Wir halten die bei der Bewertung der alstria gewählten Annahmen zum Ausschüttungsverhalten, den erforderlichen (wachstumsbedingten) Thesaurierungen sowie zur Verwendung der thesaurierten Beträge der Höhe nach vertretbar und insgesamt plausibel.

b) Ertragsteuern der Anteilseigner

413. Da der Unternehmenswert aus der Sicht der Unternehmenseigner ermittelt wird, ist die steuerliche Belastung der Anteilseigner auf die Ausschüttungen aus dem Unternehmen sowie auf die Kursgewinne (fiktiv zugerechnete Thesaurierungsbeträge) zu berücksichtigen.
414. Bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften ist zu berücksichtigen, dass Zinseinkünfte, Dividenden und Kursgewinne einer einheitlichen und von den individuellen Verhältnissen des Anteilseigners unabhängigen nominellen Steuerbelastung i.H.v. 25,0 % (sog. Abgeltungsteuer) zuzüglich SolZ unterliegen.
415. Aus den unterschiedlichen Zufluss- und Realisationszeitpunkten von Ausschüttungen und Kursgewinnen resultieren indes unterschiedliche effektive Steuerbelastungen. Während die effektive Steuerlast für Zinsen und Dividenden regelmäßig der nominellen Steuerbelastung entspricht, hängt die effektive Steuerbelastung auf zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen vom Zeitpunkt ab, zu dem die Wertsteigerung realisiert wird. Sie reduziert sich mit zunehmender Haltedauer eines Wertpapiers durch den Anteilseigner. Vor diesem Hintergrund werden Anteilseigner bestrebt sein, die effektive Steuerbelastung durch lange Haltedauern möglichst gering zu halten. Unter der Annahme langer Haltedauern bedeutet dies einen gegenüber der nominellen Steuerbelastung deutlich geminderten effektiven Steuersatz für Veräußerungsgewinne.
416. Dementsprechend wird in der vorliegenden Bewertung der nominelle Abgeltungsteuersatz zzgl. SolZ (rd. 26,4 %) für die Ausschüttungen in Ansatz gebracht, während die den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechneten Thesaurierungsbeträge typisierend mit einem Steuersatz in Höhe des hälftigen nominellen Steuersatzes zuzüglich SolZ (rd. 13,2 %) belastet werden.
417. Entsprechend wurden auch die (inflationsbedingten) Steigerungen des Unternehmenswerts in der Phase der ewigen Rente mit dem effektiven Steuersatz i.H.v. rd. 13,2 % belastet. Durch diese Vorgehensweise wird fingiert, dass die (inflationsbedingten) Kursgewinne bzw. Steigerungen des Unternehmenswerts nach der typisierten Haltedauer realisiert werden und der effektiven Abgeltungsteuer zuzüglich SolZ unterliegen. Vereinfachend wurde auf eine entsprechende Steuerbelastung in der Detailplanungs- und der Grobplanungsphase verzichtet.
418. Im Bewertungskalkül hat die Bewertungsgutachterin in der Phase der ewigen Rente einen um die Effekte aus den persönlichen Ertragsteuern auf die (inflationsbedingten) Kursgewinne gekürzten Wachstumsabschlag i.H.v. 1,74 % angewendet und insoweit die steuerliche

Belastung aus inflationsbedingten Wertsteigerungen wertäquivalent in das Bewertungskalkül integriert.

419. Aufgrund des bei der alstria bestehenden steuerlichen Einlagekontos unterliegen die Ausschüttungen in einem überschaubaren Umfang nicht der Abgeltungsteuer. Grundsätzlich kann der daraus resultierende steuermindernde Effekt entweder modellintegriert bei der Ermittlung der Abgeltungsteuer (zzgl. SolZ) auf den Wertbeitrag aus Ausschüttungen oder über einen Sonderwert berücksichtigt werden. Die Bewertungsgutachterin hat den steuermindernden Effekt in der vorliegenden Bewertung als Sonderwert berücksichtigt (vgl. hierzu Tz. 487) und daher für die Ausschüttungen die volle nominellen Steuerbelastung i.H.v. 25,0 % (sog. Abgeltungsteuer) zuzüglich SolZ in Abzug gebracht. Diese Vorgehensweise ist grundsätzlich nicht zu beanstanden.
420. Wir haben das Vorgehen der Bewertungsgutachterin rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen und halten die Vorgehensweise zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern insgesamt für sachgerecht.

c) Darstellung der Nettoausschüttungen

421. Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern wurden unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt:

alstria Office REIT-AG	Plan	Plan	Plan	TV						
Gewinn- und Verlustrechnung	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Mio. €	ff.									
Jahresergebnis	40,8	43,8	90,5	45,9	62,1	88,3	109,8	106,7	122,5	124,9
Thesaurierung	-40,8	-43,8	-90,5	-45,9	-62,1	-15,9	-47,7	-46,3	-9,9	-10,1
Entziehbarer Überschuss vor persönlichen Ertragsteuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	72,4	62,1	60,4	112,6	114,8
davon Wertbeitrag aus Thesaurierungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	28,2	7,2	7,1	51,3	52,4
- persönliche Ertragsteuer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,7	-0,9	-0,9	-6,8	-6,9
davon Wertbeitrag aus Ausschüttungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	44,1	54,9	53,3	61,2	62,5
- persönliche Ertragsteuer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-11,6	-14,5	-14,1	-16,2	-16,5
Nettoausschüttungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	57,0	46,7	45,4	89,7	91,4

Quelle: alstria Office REIT-AG; ValueTrust; IVA-Darstellung

Tabelle 21: Ableitung der Nettoausschüttungen des alstria Office REIT-Konzerns

6. Kapitalisierungszinssatz

a) Vorbemerkung

422. Im Ertragswertfahren werden die künftigen finanziellen Überschüsse durch Diskontierung auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz reflektiert dabei die Rendite einer Alternativinvestition, deren Zahlungsstrom im Hinblick auf die zeitliche Struktur, das Risiko und die Besteuerung als vergleichbar mit dem Zahlungsstrom einzuschätzen ist, den die Anteile des zu bewertenden Unternehmens vermitteln.
423. Ausgangsgröße für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist die Rendite einer risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Dieser Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der die mit einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens gegenüber einer Investition in ein risikofreies Zinspapier größere Unsicherheit über die Höhe der finanziellen Überschüsse abdecken soll.
424. Bei der Ermittlung von Basiszinssatz und Risikozuschlag sind steuerliche Einflüsse zu berücksichtigen. Bei der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern sind die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern zu mindern und der Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern anzusetzen. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich demnach aus dem um die typisierte persönliche Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem Risikozuschlag nach persönlichen Ertragsteuern zusammen.
425. Zusätzlich ist die Möglichkeit des Wachstums der finanziellen Überschüsse nach dem Ende des Planungszeitraumes zu beurteilen und bewertungstechnisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.

b) Basiszinssatz

426. Die Ableitung des Basiszinssatzes beruht auf der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen. Hierbei bildet die Zinsstrukturkurve am Rentenmarkt den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten ab, wie er für Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko gelten würde. Die Verwendung aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteter fristadäquater Zerobondrenditen gewährleistet die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz.
427. Zur Ableitung der maßgeblichen Zinsstrukturkurve werden aus Objektivierungsgründen die von der Deutschen Bundesbank verwendete Svensson-Methode sowie veröffentlichte Zinsstrukturdaten auf Basis der Kurse börsennotierter Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von bis zu rd. 30 Jahren herangezogen. Bei den veröffentlichten Zinsstrukturdaten handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von

Kuponanleihen, d. h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, ermittelt werden.

428. Die Bewertungsgutachterin hat die Parameter der Deutschen Bundesbank zugrunde gelegt und auf dieser Grundlage einen einheitlichen Basiszinssatz ermittelt und diesen in Übereinstimmung mit der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) empfohlenen Vorgehensweise gerundet. Der auf diese Weise ermittelte und in den Bewertungen zugrunde gelegte einheitliche Basiszinssatz beläuft sich nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin auf gerundet 2,50 % vor persönlichen Ertragsteuern. Der Basiszinssatz wurde sodann unter Berücksichtigung einer typisierten persönlichen Ertragsteuerbelastung (Abgeltungsteuer) von 26,38 % in eine Nachsteuergröße von 1,84 % umgerechnet.
429. Wir haben die Ableitung des Basiszinssatzes durch die Bewertungsgutachterin anhand eigener Berechnungen nachvollzogen und halten den von der Bewertungsgutachterin verwendeten risikolosen Basiszinssatz von **2,50 % vor persönlichen Ertragsteuern** bzw. **1,84 % nach persönlichen Ertragsteuern** unter Berücksichtigung der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) empfohlenen Vorgehensweise für sachgerecht und angemessen.

c) Risikozuschlag

aa) Marktrisikoprämie

430. Die beiden Handlungsalternativen „Investition in das Unternehmen“ und „Investition in die Alternativanlage“ müssen hinsichtlich ihrer Risiken vergleichbar sein. Bei der Risikobeurteilung ist grundsätzlich die Risikoneigung des Investors zu beachten. Allerdings kann bei einer objektivierten Unternehmensbewertung die subjektive Risikoneigung eines bestimmten Investors nicht berücksichtigt werden. Daher wird die subjektive Risikoneigung üblicherweise durch das allgemeine Verhalten des Marktes ersetzt. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen sehen (Anlegerrisiko), ist ein Zuschlag zum Basiszins notwendig.
431. Zur Ermittlung des Risikozuschlages kann auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden. Das in Theorie und Praxis gebräuchlichste Modell ist das Capital-Asset-Pricing-Model (**CAPM**).
432. Zur Ermittlung der Risikoprämie wird zwischen dem unsystematischen Risiko, das nur das einzelne Unternehmen betrifft und daher grundsätzlich diversifizierbar ist, und dem systematischen Risiko unterschieden. Eine Risikoprämie wird nur für das systematische, nicht durch Diversifikation zu beseitigende Risiko bezahlt. Gemessen wird das systematische Risiko

über den sog. Betafaktor. Der Betafaktor ist ein Maß für das Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Die Risikoprämie erhält man durch Multiplikation des **Betafaktors** des Unternehmens mit der **Marktrisikoprämie**. Ein Betafaktor größer 1 bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert; ein Betafaktor kleiner 1 bedeutet, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.

433. Ein Schätzwert für die erwartete **Marktrisikoprämie** lässt sich aus der historischen Differenz zwischen der Rendite risikobehafteter Wertpapiere, die bspw. aus einem Aktienindex errechnet werden kann, und der Rendite (quasi-)risikofreier Kapitalmarktanlagen bestimmen. Empirische Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit in Abhängigkeit von dem zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum, der statistischen Methode zur Mittelwertbildung sowie des für die Untersuchung herangezogenen Indexes (DAX, CDAX etc.) deutlich höhere Renditen erzielten als Anlagen in (quasi-)risikofreien Kapitalmarktanlagen.
434. Aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie unter Berücksichtigung der auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämien ist der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW im September 2012 zu der Einschätzung gekommen, dass es sachgerecht ist, für die Marktrisikoprämie eine Bandbreite von 5,5 % bis 7,0 % vor persönlichen Ertragsteuern bzw. von 5,0 % bis 6,0 % nach persönlichen Ertragsteuern als Orientierung zugrunde zu legen.
435. Der FAUB hat in seiner Sitzung am 22. Oktober 2019 beschlossen, seine Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern auf 6,0 % bis 8,0 % und für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern auf 5,0 % bis 6,5 % anzuheben.
436. Im fachlichen Hinweis „Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen“ vom 20. März 2022 behandelt der FAUB die Auswirkungen des Ukraine-Kriegs auf Unternehmensbewertungen. Demnach orientiert sich der Kapitalisierungszinssatz auch in der gegenwärtigen Situation des Ukraine-Krieges an langfristigen Analysen von durchschnittlichen Markttrenditen, die nach Ansicht des FAUB in einer Größenordnung zwischen 7,0 % und 9,0 % (nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern) liegen. Der FAUB sieht die Marktrisikoprämie nach wie vor innerhalb einer Bandbreite zwischen 6,0 % und 8,0 % (nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern). In seiner 168. Sitzung vom 6. September 2023 hat der FAUB bestätigt, dass in der Gesamtschau kein Handlungsbedarf besteht, die Empfehlungen vom 22. Oktober 2019 anzupassen.

437. Im Zuge des gestiegenen Basiszinsniveaus deuten aktuelle Auswertungen²⁰ ausgehend von den am deutschen Kapitalmarkt derzeit beobachtbaren impliziten Markttrenditen auf eine im Bereich von 5,75 % liegende implizite Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern hin.
438. Die Bewertungsgutachterin legt eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,75 % fest. Damit erfolgt die Verdichtung der Bandbreitenempfehlung des FAUB (5,0 % bis 6,5 %) auf den Mittelwert der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern. Dieses Vorgehen entspricht der verbreiteten Praxis in der Unternehmensbewertung.
439. Wir halten die von der Bewertungsgutachterin angesetzte **Marktrisikoprämie** nach persönlichen Ertragsteuern i.H.v. 5,75 % in der Gesamtbetrachtung derzeit für angemessen.

bb) Betafaktor

440. Die für ein Marktportfolio geschätzte Risikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Dieses unternehmensspezifische Risiko wird nach dem CAPM bzw. dem Tax-CAPM im sog. Betafaktor ausgedrückt. Die Höhe des Betafaktors spiegelt das Ausmaß des systematischen, nicht durch Kapitalmarkttransaktionen diversifizierbaren Risikos einer Aktie wider. Je höher der Betafaktor ist, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie der Anleger. Er berechnet sich aus dem Zusammenhang zwischen der Renditeschwankung der konkreten Aktie und der Markttrenditeschwankung. Ein Betafaktor größer eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Betafaktor kleiner eins, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.
441. Die Ermittlung des Betafaktors erfolgt für börsennotierte Unternehmen mittels Regressionsanalysen aus Kapitalmarktdaten. Ist das zu bewertende Unternehmen hingegen nicht börsennotiert bzw. die Kapitalmarktdaten nicht aussagekräftig, kann der Betafaktor indirekt aus einer Gruppe von vergleichbaren, börsennotierten Unternehmen (sog. Peer Group) abgeleitet werden.
442. Bei der Bewertung der alstria Office REIT-AG wurde von ValueTrust auf der Basis einer Peer Group-Analyse ein unverschuldeter Betafaktor von 0,50 zugrunde gelegt. Hierzu haben wir die folgenden Feststellungen getroffen:

²⁰ <https://www.ivc-wpg.com/tools/mrp/>

Eigener Betafaktor des alstria-Konzerns

443. Die Entwicklung des Börsenkurses der alstria-Aktie wurde maßgeblich durch den am 4. November 2021 erfolgten Abschluss einer Investorenvereinbarung der Gesellschaft mit der Alexandrite Lake Lux Holdings S.à.r.l., Luxemburg, einer Tochtergesellschaft der Brookfield Corporation, beeinflusst. Dabei sah die Investorenvereinbarung ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für alle ausstehenden Aktien der alstria von 19,50 € je Aktie vor. Die (erweiterte) Annahmefrist endete am 3. Februar 2022.
444. Die alstria-Aktien (ISIN DE000A0LD2U1) sind zum Handel im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse bzw. XETRA und gleichzeitig im Teilbereich des Regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) zugelassen. Des Weiteren werden die Aktien im Freiverkehr der Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie an der Tradegate Exchange und der Wiener Börse gehandelt. Mit Wirkung zum 11. Februar 2022 erfolgte der Ausschluss der Aktie aus dem MDAX.
445. Die BPG Holdings Bermuda Limited hat dem Vorstand der alstria mit Schreiben vom 18. September 2024 mitgeteilt, dass sie beabsichtigt, ein Verfahren zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der alstria gegen eine angemessene Barabfindung auf die BPG Holdings Bermuda Limited nach §§ 327a AktG durchzuführen (sog. Squeeze Out). Am 18. September 2024 informierte die alstria die Öffentlichkeit per Pressemitteilung über die Absicht der BPG Holdings Bermuda Limited, einen Squeeze Out anzustreben.
446. Ein aussagekräftiger Betafaktor kann zum Bewertungsstichtag aufgrund der Ankündigung des Übertragungsverlangens somit nicht ermittelt werden. Es ist jedoch denkbar, mit Hilfe geeigneter ökonomischer Verfahren die historischen **Betafaktoren** der alstria-Aktie vor dem Zeitpunkt der Bekanntgabe des Übertragungsverlangens abzuleiten.
447. Die Bewertungsgutachterin hat auf eine Ermittlung des eigenen Betafaktors der alstria verzichtet mit der Begründung, dass für Zeiträume nach der Ankündigung des Übernahmeangebots kein unverzerrter Betafaktor ermittelt werden kann.
448. Im Rahmen eigener Analysen zur Beurteilung der Eignung des unternehmenseigenen Betafaktors als belastbarer Schätzer des Unternehmensrisikos der alstria haben wir zunächst die Liquidität im Handel mit Aktien der alstria für den zweijährigen, dreijährigen sowie fünfjährigen Zeitraum untersucht. Diesem Vorgehen liegt der Gedanke zugrunde, dass die Regression von Betafaktoren nur dann zu belastbaren Ergebnissen führt, wenn sich die zugrunde liegenden Aktienkurse sachlich und zeitlich unverzerrt an die Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen, also reagibel sind auf neue, kursrelevante

Informationen.²¹ Reagibilität wird in diesem Zusammenhang bei Vorhandensein ausreichender Liquidität vermutet. Die Verwendung ausschließlich nicht verzerrter Marktdaten und damit liquider Aktien kommt der Modellwelt des CAPM, welches auf der Annahme eines vollkommenen und informationseffizienten Kapitalmarktes beruht, sehr nahe.

449. Zur Analyse der Liquidität haben wir verschiedene Liquiditätskennzahlen herangezogen und diese für unterschiedliche Zeiträume untersucht. Zu den Kennzahlen zählen der relative Bid-Ask-Spread, der Handelsumsatz, die Handelsquote sowie der Streubesitzanteil der Aktien. Nachfolgend werden die entsprechenden Kennzahlen für den Handel an der liquidesten Handelsplattform XETRA bis einschließlich zum 17. September 2024 (Tag vor Bekanntgabe des Übertragungsverlangens) dargestellt.

alstria Office REIT-AG		Beobachtungszeitraum			Anzahl Handelstage 5 Jahre
		2 Jahre	3 Jahre	5 Jahre	
Relativer Bid-Ask-Spread (Median)	%	1,76%	1,16%	0,31%	1.272
Relativer Bid-Ask-Spread (Mittelwert)	%	2,03%	1,51%	0,96%	
Handelsumsatz (Median)	T€	28.376	63.536	1.136.510	
Handelsumsatz (Mittelwert)	T€	54.397	1.848.042	3.962.149	
Handelsquote (Median)	%	0,07%	0,12%	0,20%	
Handelsquote (Mittelwert)	%	0,14%	0,80%	0,60%	
Streubesitz (Median)	%	4,80%	4,81%	4,89%	
Streubesitz (Mittelwert)	%	4,73%	15,96%	48,38%	

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 22: Ergebnisse der Analyse zur Liquidität der Aktien der alstria

450. Der durchschnittliche relative BAS der Aktie der alstria liegt im Median für einen Betrachtungszeitraum von 2 bzw. 3 Jahren bei 1,76 % bzw. 1,16 % und somit über der in der Rechtsprechung gängigen Grenze für reagible Aktien von 1,0 %. Der entsprechende BAS für einen Betrachtungszeitraum von 5 Jahren liegt hingegen bei 0,31 %. Im Mittelwert liegt der BAS bei 2,03 % (2 Jahre), 1,51 % (3 Jahre) und 0,96 % (5 Jahre). Anhand dieser Kennzahl kann also nur für den Fünfjahreszeitraum eine ausreichende Aktienkursliquidität angenommen werden. Die Analyse des Handelsumsatzes zeigt ein ähnliches Bild. Während der Umsatz der alstria Aktien über 5 Jahre im Median noch bei rd. 1,1 Mio. € lag, betrug er in den zwei- und dreijährigen Beobachtungszeiträumen nur noch rd. 28,4 T€ bzw. 63,5 T€. Dies ist unter anderem auf die geringere Anzahl von Aktien im Streubesitz infolge der Übernahme durch die Brookfield Corporation Ende des Jahres 2021 zurückzuführen. In der Mittelwert-Betrachtung verdeutlicht sich der Rückgang insbesondere im Zweijahreszeitraum. Die Handelsquote liegt

²¹ Vgl. Schulte/Franken, Beurteilung der Eignung von Betafaktoren mittels R² und T-Test: Ein Irrweg?, in: Die Wirtschaftsprüfung, Heft 22, 2010, S. 1115.

mit 0,07 % (2 Jahre), 0,12 % (3 Jahre) und 0,20 % (5 Jahre) im Median über den gesamten Analysezeitraum vergleichsweise niedrig. Die Mittelwerte liegen auf einem leicht höheren Niveau, zeigen insgesamt aber insbesondere im Zweijahreszeitraum eine rückläufige Entwicklung. Der Streubesitzanteil liegt infolge der Übernahme durch die Brookfield Corporation unter 5,0 %. Hierbei ist anzumerken, dass sich aufgrund der Median-Betrachtung für den fünfjährigen Betrachtungszeitraum eine im Vergleich zu den anderen Zeiträumen nur unwesentlich höhere Streubesitzquote von 4,89 % ergibt. Bei Betrachtung eines arithmetischen Mittelwertes, würde sich ein Streubesitzanteil von rd. 48,4 % ergeben (2 Jahre: 4,8 %). Vor diesem Hintergrund kann unseren Analysen zufolge also lediglich für einen fünfjährigen Beobachtungszeitraum von einer ausreichenden Aktienliquidität ausgegangen werden. Wir weisen jedoch darauf hin, dass wir im Rahmen der Börsenkursanalyse (vgl. Tz. 288f.) festgestellt haben, dass die Börsenkursentwicklung im Zeitraum vom 4. November 2021 bis zum 3. Februar 2022 durch das Übernahmeangebot beeinflusst ist. Ein Betafaktor der für diesen Zeitraum abgeleitet wird, unterliegt somit einer gewissen Verzerrung und ist daher nicht uneingeschränkt aussagefähig.

451. Der unternehmenseigene Betafaktor der alstria zum 17. September 2024 ist in der folgenden Tabelle dargestellt. Wir merken an, dass die Aktienkurse und -renditen der Gesellschaft in den Jahren 2022 und 2023 aufgrund der Zahlung von Sonderdividenden von 750 Mio. € bzw. 250 Mio. € beeinflusst sind. Infolge der jeweiligen Auszahlung ergeben sich deutliche Kursrückgänge, die zu stark negativen Aktienrenditen führen und somit auch die Betafaktoren verzerren würden. Die entsprechenden Kurs- bzw. Renditedaten haben wir daher für die Berechnung der Betafaktoren um diese Sondereffekte bereinigt.

Unternehmenseigener Betafaktor der alstria zum Stichtag: 17.9.2024	Index	Sitzland	Intervall	Datenpunkte	Beta (verschuldet)	Verschuldungsgrad	Beta (unverschuldet)
5 Jahre	CDAX	GER	m	60	0,97	98,3%	0,64

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 23: Ergebnisse der Analyse zum unternehmenseigenen Betafaktor der alstria

452. Der unverschuldete Betafaktor für die alstria beläuft sich auf 0,64 (5 Jahre). Dieser ist aufgrund des Übernahmeangebots nur eingeschränkt aussagefähig. Auf die Ermittlung von zwei- und dreijährigen Betafaktoren haben wir aufgrund der zuvor dargestellten Liquiditätskennzahlen sowie aufgrund von kursverzerrenden Effekten verzichtet, die sich tendenziell stärker auf zwei- und dreijährige Betafaktoren auswirken. Hierzu zählt insbesondere der Effekt aus dem Übernahmeangebot.
453. Da der unternehmenseigene Betafaktor nur eingeschränkt aussagefähig ist, erachten wir es für sachgerecht zur Ableitung der Kapitalkosten zusätzlich eine Peer Group heranzuziehen.

Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group

454. Im Rahmen einer Peer Group-Analyse hat ValueTrust sechzehn börsennotierte Unternehmen identifiziert. Der Auswahl dieser Peer Group-Unternehmen lag die Analyse der operativen Geschäftstätigkeit sowie der geografischen Fokussierung zugrunde. Dabei wurden Immobilienbestandhalter ausgewählt, die einen wesentlichen Anteil ihrer Umsätze im DACH-Raum erzielen und deren Portfolio überwiegend aus Gewerbeimmobilien besteht. Darüber hinaus wurden Unternehmen mit einem besonderen Fokus auf Büroimmobilien (Anteil Büroimmobilien am Gesamtportfolio von über 75 %) ausgewählt. Eins dieser Unternehmen wurden aufgrund einer nicht hinreichenden Aktienkursliquidität nicht in die Ermittlung des Peer Group-Betafaktors einbezogen. Der Ableitung des Peer Group-Betafaktors lag eine gleichgewichtete Mittelwertbildung der für die fünfzehn verbleibenden Vergleichsunternehmen ermittelten Betafaktoren zugrunde.
455. Zur Ermittlung des Betafaktors hat die Bewertungsgutachterin verschuldete Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen für einen Zweijahreszeitraum auf Basis wöchentlicher Renditen sowie für einen Fünfjahreszeitraum auf Basis monatlicher Renditen analysiert. Als Referenzindex wurde dabei auf einen breiten Marktindex des jeweiligen Herkunftslandes der einzelnen Peer Group-Unternehmen abgestellt. Unter Berücksichtigung individueller Verschuldungsgrade der jeweiligen Unternehmen wurden die ermittelten verschuldeten Betafaktoren in unverschuldete Betafaktoren übergeleitet („unleverage“). Diese Berechnung erfolgte unter Annahme unsicherer Tax Shields sowie risikobehafteten Fremdkapitals (Debt Beta). ValueTrust leitet auf Basis dessen zum 6. Dezember 2024 im Mittelwert einen unverschuldeten Betafaktor für einen Zweijahreszeitraum auf Basis wöchentlicher Renditen von 0,46 ab. Für einen Fünfjahreszeitraum auf Basis monatlicher Renditen liegt der unverschuldete Betafaktor im Mittelwert bei 0,63. Im Ergebnis hält ValueTrust unter Zugrundelegung der durchschnittlichen Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen einen unverschuldeten Betafaktor von 0,50 als Schätzer für das operative Risiko der alstria für angemessen. Wir haben die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin bei der Auswahl der Unternehmen der Peer Group systematisch und hinsichtlich ihrer konkreten Durchführung nachvollzogen. Gegen diese Ableitung der Vergleichsunternehmen bestehen unsererseits keine Einwendungen.
456. Zur Prüfung der Angemessenheit des von der Bewertungsgutachterin ermittelten, unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,50 haben wir ergänzend und unabhängig vom Vorgehen der Bewertungsgutachterin eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors durchgeführt.
457. Zu diesem Zweck haben wir eine eigene Peer Group-Analyse durchgeführt sowie die entsprechenden Betafaktoren ermittelt. Bezüglich der Auswahl der Vergleichsunternehmen bietet sich grundsätzlich ein Vergleich mit Unternehmen der gleichen Branche oder der

gleichen Produkt- und Marktstruktur an. Eine absolute Deckungsgleichheit der Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Einzahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens einem weitgehend übereinstimmenden operativen Risiko unterliegen. Im Rahmen eines detaillierten Selektionsprozesses haben wir börsennotierte Unternehmen identifiziert, die über ein vergleichbares Geschäftsmodell zu dem der alstria verfügen. Dabei stand die Vergleichbarkeit in Bezug auf den Investmentansatz und das sich daraus ableitende Risiko-Ertragsprofil im Fokus.

458. Ausgangspunkt der eigenständigen Peer Group-Auswahl bildet eine Grundgesamtheit börsennotierten Unternehmen auf Basis der Datenbank des Informationsdienstleisters S&P Capital IQ, Standard & Poor’s Financial Services LLC, USA („S&P Capital IQ“). Diese Grundgesamtheit wurde hinsichtlich der Vergleichbarkeit mit der alstria anhand folgender Kriterien gefiltert:

Kriterium	Ausprägung
Industrie-Klassifizierung	„Diversified REIT“ oder „Office REIT“ oder „Retail REIT“ oder „Diversified Real Estate Activities“ oder „Real Estate Operating and Management“
Sitzland	Europa, Nordamerika oder Developed Asia-Pacific
Geografische Ausrichtung	Europa ohne (wesentlichen) UK-Anteil im Portfolio
Unternehmensbeschreibung	Enthält „office“ oder „commercial“
Vertriebsstrategie	Überwiegender Anteil von Büroimmobilien im Portfolio (>50,0%)

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 24: Kriterien zur Peer Group-Auswahl der alstria

459. Auf Basis der in der Tabelle 24 genannten Kriterien sowie unter Berücksichtigung von Liquiditätskennzahlen und wesentlichen Kapitalereignissen (z.B. IPO, Veräußerung wesentlicher Geschäftsteile) innerhalb der letzten drei Jahre haben wir im Ergebnis 11 Peer Group-Unternehmen identifiziert, die wir bei der Ermittlung des Betafaktors herangezogen haben. Hierbei handelt es sich teilweise um Vergleichsunternehmen, die die Bewertungsgutachterin ebenfalls identifiziert hat. Die vergleichende Übersicht der Peer Group-Unternehmen stellt sich dabei wie folgt dar.

#	IVA-Peer Group	VT-Peer Group	Kommentierung
1	CA Immobilien Anlagen AG	CA Immobilien Anlagen AG	-
2	CLS Holdings plc	CLS Holdings plc	-
3	Gecina S.A.	Gecina S.A.	-
4	Icade S.A.	-	Ausschluss bei VT, da DACH-Anteil <25%.
5	Inmobiliaria Colonial SOCIMI S.A.	Inmobiliaria Colonial SOCIMI S.A.	-
6	MERLIN Properties SOCIMI S.A.	-	Ausschluss bei VT, da DACH-Anteil <25%.
7	NSI N.V.	NSI N.V.	-
8	Covivio S.A.	-	Ausschluss bei VT, da DACH-Anteil <25%.
9	PSP Swiss Property AG	PSP Swiss Property AG	-
10	Inovalis Real Estate Investment Trust	Inovalis Real Estate Investment Trust	-
11	IREIT Global	IREIT Global	-
12	-	Hamborner REIT AG	Ausschluss bei IVA, da Office-Anteil <50%.
13	-	EPIC Suisse AG	Ausschluss bei IVA, da Office-Anteil <50%.
14	-	Sirius Real Estate Limited	Ausschluss bei IVA, da Office-Anteil <50%.
15	-	Aroundtown S.A.	Ausschluss bei IVA, da Office-Anteil <50%.
16	-	Vitura S.A.	Ausschluss bei IVA, aufgrund unzureichender Aktienliquidität.
17	-	Derwent London plc	Ausschluss bei IVA, aufgrund der Fokussierung auf UK.
18	-	Helical plc	Ausschluss bei IVA, aufgrund der Fokussierung auf UK.
19	-	Great Portland Estates plc	Ausschluss bei IVA, aufgrund der Fokussierung auf UK.

Quelle: IVA-Analysen; Bewertungsgutachterin

Tabelle 25: Vergleich der Peer Group-Unternehmen

460. Bei den acht Vergleichsunternehmen CA Immobilien Anlagen AG, CLS Holdings plc, Gecina S.A., Inmobiliaria Colonial SOCIMI S.A., NSI N.V., PSP Swiss Property AG, Inovalis Real Estate Investment Trust sowie IREIT Global handelt es sich um Vergleichsunternehmen, die ebenfalls von der Bewertungsgutachterin identifiziert wurde. Zusätzlich zu den von der Bewertungsgutachterin identifizierten Vergleichsunternehmen, haben wir die Icade S.A., MERLIN Properties SOCIMI S.A. und Covivio S.A. in die Peer Group einbezogen. Dem liegt unsere Annahme eines weiter gefassten geographischen Geschäftsfokus zugrunde, der keine Tätigkeiten im DACH-Raum voraussetzt und daher insbesondere auch Frankreich, die Niederlande und Spanien umfasst. Hingegen haben wir die von der Bewertungsgutachterin als Vergleichsunternehmen identifizierte Hamborner REIT AG, EPIC Suisse AG, Sirius Real Estate Limited und Aroundtown S.A. nicht in unsere Peer Group einbezogen, da die Gesellschaften keinen überwiegenden Office-Anteil in ihren Portfolien aufweisen. Ferner haben wir die Vitura S.A. nicht einbezogen, da im Referenzzeitraum aufgrund einer geringen Aktienkursliquidität kein belastbarer Betafaktor abgeleitet werden kann. Zudem haben wir die Derwent London plc, die Helical plc sowie die Great Portland Estates plc aufgrund ihres Fokus auf den britischen Markt nicht in unserer Peer Group berücksichtigt. Wir weisen darauf hin, dass die Bewertungsgutachterin die EPIC Suisse AG – aufgrund statistisch nicht signifikanter Betafaktoren bzw. einer nicht ausreichend langen Aktienkurshistorie – im Ergebnis ebenfalls

nicht in die Ermittlung ihres Peer Group-Betafaktors einbezogen hat. Insofern liegt defacto eine höhere Deckungsgleichheit der für die Ermittlung des Peer Group-Betafaktors herangezogenen Unternehmen vor.

461. Die Betafaktoren haben wir über einen Zeitraum von zwei und drei Jahren auf der Basis wöchentlicher Renditen sowie über einen fünfjährigen Zeitraum auf Basis monatlicher Renditen ermittelt. Als Index wurde jeweils ein marktbreiter lokaler Index herangezogen.
462. Der Betafaktor wird durch die Unternehmensverschuldung beeinflusst (Finanzierungsrisiko). Der empirisch beobachtete Betafaktor der Vergleichsunternehmen muss daher zunächst um das Finanzierungsrisiko der jeweiligen Unternehmen bereinigt werden. Der unverschuldete Betafaktor kann anschließend auf das Bewertungsobjekt übertragen werden. Dabei ist der unverschuldete Betafaktor an die Kapitalstruktur des Bewertungsobjektes anzupassen.
463. Bei der Ableitung der nachfolgend dargestellten unverschuldeten Betafaktoren haben wir unsichere Steuervorteile unterstellt und Debt Betas einbezogen. Die folgende Tabelle zeigt unsere Analyseergebnisse für den zweijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 16. Dezember 2024.²²

Unternehmen	Index	Sitzland	Intervall	Datenpunkte	Beta (verschuldet)	Verschuldungsgrad	Beta (unverschuldet)
CA Immobilien Anlagen AG	WBI	AUT	w	104	0,85	65,7%	0,57
CLS Holdings PLC	ASX	GB	w	104	1,00	163,7%	0,47
Gecina SA	SBF250	FR	w	104	0,88	88,0%	0,53
Icade SA	SBF250	FR	w	104	0,83	118,4%	0,47
Inmobiliaria Colonial Socimi SA	MADX	ESP	w	104	0,93	113,0%	0,52
Merlin Properties Socimi SA	MADX	ESP	w	104	0,70	94,3%	0,43
NSI NV	RAAX	NL	w	104	0,48	71,5%	0,34
Covivio SA	SBF250	FR	w	104	0,90	109,0%	0,50
PSP Swiss Property AG-REG	SPI	CH	w	104	0,39	64,0%	0,27
Min					0,39	64,0%	0,27
Mittelwert					0,77	98,6%	0,46
Median					0,85	94,3%	0,47
Max					1,00	163,7%	0,57

* Da keine ausreichende Aktienkursliquidität für Inovalis Real Estate Investment Trust und IREIT Global vorliegt, wurde der Betafaktor für diese Unternehmen nicht dargestellt.

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 26: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Zweijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

²² Die Abfrage der Rendite-, Fundamentaldaten und Kapitalmarktdaten erfolgte zum 16. Dezember 2024. Die Renditedaten berechnen sich auf Basis von Freitagskursen und somit anhand der Kurse zum 13. Dezember 2024 (wöchentlich) bzw. zum 29. November 2024 (monatlich).

464. Die Betafaktoren der Inovalis Real Estate Investment Trust sowie der IREIT Global für den Zweijahres- sowie Dreijahreszeitraum wurden aufgrund unzureichender Liquidität des Aktienhandels in den jeweiligen Beobachtungszeiträumen nicht berücksichtigt.
465. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den dreijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 16. Dezember 2024.

Unternehmen	Index	Sitzland	Intervall	Datenpunkte	Beta (verschuldet)	Verschuldungsgrad	Beta (unverschuldet)
CA Immobilien Anlagen AG	WBI	AUT	w	156	0,77	61,1%	0,53
CLS Holdings PLC	ASX	GB	w	156	1,13	139,8%	0,55
Gecina SA	SBF250	FR	w	156	0,98	83,0%	0,59
Icade SA	SBF250	FR	w	156	0,96	112,3%	0,54
Inmobiliaria Colonial Socimi SA	MADX	ESP	w	156	1,01	103,4%	0,58
Merlin Properties Socimi SA	MADX	ESP	w	156	0,93	104,8%	0,52
NSI NV	RAAX	NL	w	156	0,50	66,8%	0,35
Covivio SA	SBF250	FR	w	156	1,11	104,9%	0,62
PSP Swiss Property AG-REG	SPI	CH	w	156	0,45	61,5%	0,31
Min					0,45	61,1%	0,31
Mittelwert					0,87	93,1%	0,51
Median					0,96	103,4%	0,54
Max					1,13	139,8%	0,62

* Da keine ausreichende Aktienkursliquidität für Inovalis Real Estate Investment Trust und IREIT Global vorliegt, wurde der Betafaktor für diese Unternehmen nicht dargestellt.

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 27: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Dreijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

466. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den fünfjährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis monatlicher Renditen zum 16. Dezember 2024.

Unternehmen	Index	Sitzland	Intervall	Datenpunkte	Beta (verschuldet)	Verschuldungsgrad	Beta (unverschuldet)
CA Immobilien Anlagen AG	WBI	AUT	m	60	0,74	59,7%	0,51
CLS Holdings PLC	ASX	GB	m	60	1,23	113,4%	0,65
Gecina SA	SBF250	FR	m	60	1,11	78,4%	0,68
Icade SA	SBF250	FR	m	60	1,30	104,8%	0,72
Inmobiliaria Colonial Socimi SA	MADX	ESP	m	60	1,21	92,5%	0,70
Merlin Properties Socimi SA	MADX	ESP	m	60	1,31	109,7%	0,69
NSI NV	RAAX	NL	m	60	0,86	60,9%	0,58
Covivio SA	SBF250	FR	m	60	1,65	101,0%	0,90
PSP Swiss Property AG-REG	SPI	CH	m	60	0,64	57,9%	0,43
Inovalis Real Estate Investment Trust	SBF250	CA	m	60	1,34	109,0%	0,80
IREIT Global	CDAX	SGP	m	60	0,86	70,0%	0,56
Min					0,64	57,9%	0,43
Mittelwert					1,11	87,0%	0,66
Median					1,21	92,5%	0,68
Max					1,65	113,4%	0,90

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 28: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Fünfjahres-Zeitraum bei monatlichem Renditeintervall

467. Anhand der betrachteten Analysezeiträume ergeben sich für die Peer Group-Unternehmen unverschuldete Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,27 bis 0,90. Die Bandbreite, die sich aus dem Peer Group-Median bzw. dem Peer Group-Mittelwert ergibt, beläuft sich auf 0,48 bis 0,68.
468. Der originäre Betafaktor (unverschuldet) der alstria liegt bei 0,64. Dieser ist unseres Erachtens als Schätzwert für das zukünftige operative Risiko der Gesellschaft jedoch nur eingeschränkt aussagefähig und dient lediglich zu Informationszwecken (vgl. Tz. 452).
469. Insgesamt erachten wir einen unverschuldeten Betafaktor, der sich innerhalb einer Bandbreite von 0,45 bis 0,70 befindet, als vertretbaren Schätzwert für das zukünftige operative Risiko der Gesellschaft. Das entspricht der Bandbreite aus Mittelwert/Median für unverschuldete Betafaktoren bei Betrachtung der 2- und 3-Jahre wöchentlichen Betafaktoren sowie 5-Jahre monatlichen Betafaktoren. Der von ValueTrust ermittelte unverschuldete Betafaktor von 0,50 liegt am unteren Ende der von uns als plausibel erachteten Bandbreite.
470. Im Rahmen einer Gesamtbetrachtung unserer Analysen halten wir den von der Bewertungsgutachterin für das operative Risiko angesetzten unverschuldeten Betafaktor von 0,50 für angemessen, da dieser innerhalb einer vertretbaren Bandbreite liegt.

d) Wachstumsabschlag

471. Die der Bewertung zugrunde liegenden Planansätze in der Detailplanungsphase (2024 bis 2029) sowie der Konvergenzphase (2030 bis 2033) berücksichtigen das erzielbare Wachstum der Erträge und Aufwendungen. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum war insoweit nicht erforderlich. Auch in den Jahren ab 2034 ff. (ewige Rente) werden sich die Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie die Bestände und somit auch die aus den Planungen ableitbaren Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum der Gesellschaft lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden. Hierzu gibt es grundsätzlich zwei Wachstumskomponenten, die im Rahmen der Unternehmensbewertung im Jahr der ewigen Rente Berücksichtigung finden.
472. So kann das Wachstum der finanziellen Überschüsse eines Unternehmens auf ein rein nominales, durch Preisveränderungen bedingtes Wachstum (inflationsbedingtes Wachstum) oder auf realwirtschaftliche Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren (operatives bzw. thesaurierungsbedingtes Wachstum durch Kapazitätsoptimierungen oder -erweiterungen) zurückzuführen sein.
473. Das inflationsbedingte Wachstum lässt sich darauf zurückführen, dass aufgrund der makroökonomischen Teuerungsrate Vermögensgegenstände von Jahr zu Jahr teurer werden. Sofern diese Preissteigerungen an den Endkunden weitergereicht werden können, resultiert für den Anteilseigner ein stetig wachsender Ergebnis- und Dividendenstrom. Gleichzeitig erfordert das inflationsbedingte Wachstum aber auch eine entsprechende Thesaurierung zur Aufrechterhaltung der ökonomischen (realen) Substanz (inflationsbedingte oder wachstumsbedingte Thesaurierung).
474. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit durch zusätzliche Thesaurierungen, die über den inflationsbedingten Kapitalbedarf hinausgehen, Kapital im Unternehmen zu binden und daraus zusätzliches operatives Wachstum durch Kapazitätserweiterungen zu generieren (operatives bzw. thesaurierungsbedingtes Wachstum). Den Empfehlungen des IDW S 1 folgend, wird für die Wiederanlage der in diesem Zusammenhang thesaurierten Mittel im Jahr der ewigen Rente eine kapitalwertneutrale Anlage zum Kapitalisierungszins unterstellt (vgl. IDW S 1, Tz. 47).
475. Diese beiden Wachstumskomponenten können im Rahmen der Ertragswertermittlung unterschiedlich abgebildet werden. Im Rahmen der vorliegend angewendeten sog. Praktikermethode werden das inflationäre Wachstum typischerweise im Nenner (finanzmathematisch als Wachstumsabschlag von den Kapitalkosten) und das operative bzw. thesaurierungsbedingte Wachstum typischerweise im Zähler des Barwertkalküls berücksichtigt.

476. Zu untersuchen ist folglich, ob die alstria inflationsbedingte Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten über höhere Absatzpreise zumindest teilweise weitergeben kann.
477. Die Analyse zur prognostizierten langfristigen Entwicklung der Verbraucherpreise (Inflationsrate) kann als erster Anhaltspunkt zur Plausibilisierung des Wachstumsabschlags herangezogen werden. Der IWF prognostiziert für das Jahr 2028 eine Inflationsrate auf einem Niveau von 2,4 % für den Euroraum (World Economic Outlook vom April 2024). Aktuellere Analystenschätzungen liegen im Median bei 2,0 % für das Jahr 2026. Allerdings kann aus der Entwicklung der durchschnittlichen Verbraucherpreise nicht unmittelbar auf das inflationsbedingte Wachstum der alstria geschlossen werden. So berücksichtigen die Verbraucherpreise nicht nur Produkte und Dienstleistungen, die für die alstria relevant sind.
478. In der Vergangenheit wurden Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten – insbesondere für Personal – tendenziell durch Effizienzsteigerungsmaßnahmen aufgefangen. Die alstria ist in einem Markt tätig, der durch ein herausforderndes konjunkturelles Umfeld geprägt wird. Eine Überwälzung des Inflationsniveaus ist durch Anpassung des Preisniveaus der angebotenen Produkte grundsätzlich möglich. Insgesamt gehen wir insofern davon aus, dass inflationsbedingte Preissteigerungen in der Regel von der alstria an ihre Kunden weitergegeben werden können, die Überwälzbarkeit jedoch aufgrund des herausfordernden konjunkturellen Umfelds nicht uneingeschränkt möglich ist. Vor diesem Hintergrund erachten wir insgesamt für die inflationsbedingte Wachstumsrate eine Bandbreite von 1,0 % bis 2,0 % als vertretbar. Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte Wachstumsabschlag i.H.v. 2,0 % vor persönlichen Steuern bzw. 1,74 % bei Nachsteuerbetrachtung liegt insofern am oberen Ende einer von uns als vertretbar erachteten Bandbreite. Eine geringere nachhaltige Wachstumsrate würde c.p. zu einem geringeren Unternehmenswert führen.

e) Darstellung der Kapitalisierungszinssätze

479. Zusammengefasst stellen sich die durch die Bewertungsgutachterin angesetzten Kapitalisierungszinssätze im Detail- und Grobplanungszeitraum und im Zeitraum der ewigen Rente wie folgt dar:

alstria Office REIT-AG	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Eigenkapitalkosten	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2033	2034 ff.
Basiszinssatz vor pers. Ertragsteuern	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Abgeltungsteuer	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Basiszins nach pers. Ertragsteuern	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Marktrisikoprämie nach pers. Ertragsteuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Beta (unverschuldet)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Verschuldungsgrad	276,1%	246,5%	220,8%	193,6%	170,5%	154,8%	149,2%	142,8%	136,5%	136,5%	136,8%
Beta (verschuldet)	1,52	1,37	1,28	1,20	1,11	1,05	1,03	1,01	0,98	0,98	0,98
Risikozuschlag nach pers. Ertragsteuern	8,76%	7,87%	7,36%	6,91%	6,36%	6,04%	5,94%	5,81%	5,63%	5,63%	5,63%
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern	10,60%	9,71%	9,20%	8,75%	8,20%	7,88%	7,78%	7,65%	7,47%	7,47%	7,47%
Nachhaltiger Wachstumsabschlag											-1,74%
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern	10,60%	9,71%	9,20%	8,75%	8,20%	7,88%	7,78%	7,65%	7,47%	7,47%	5,74%

Quelle: ValueTrust; IVA-Analysen

Tabelle 29: Ermittlung der Eigenkapitalkosten für die alstria im Detailplanungszeitraum, der Konvergenzphase und der ewigen Rente

480. Im Ergebnis halten wir die von der Bewertungsgutachterin dargestellte Methode zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für sachgerecht und die zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze für angemessen. Die zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze liegen innerhalb einer von uns als plausibel erachteten Bandbreite.

7. Ertragswert des operativen Geschäfts

481. Der Ertragswert des operativen Geschäfts der alstria ergibt sich aus der Summe der Barwerte der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen. Die Nettoeinnahmen umfassen die Wertbeiträge aus Ausschüttungen (Dividenden) sowie die Wertbeiträge aus Thesaurierungen, die den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechnet werden, abzüglich der korrespondierenden persönlichen Ertragsteuern. Für die Ermittlung der Barwerte der Nettoeinnahmen sind die prognostizierten Nettoeinnahmen der Geschäftsjahre 2025 bis 2033 einzeln mit den zuvor dargestellten Kapitalisierungszinssätzen (Eigenkapitalkosten) auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Für die durchschnittlichen Nettoeinnahmen ab dem Geschäftsjahr 2034 ergibt sich der Barwert nach der Formel der ewigen Rente. Der Barwert der ewigen Rente ist ebenfalls auf den Bewertungsstichtag zurückzubeziehen.
482. Die Kapitalisierung erfolgt technisch in einem ersten Schritt zum 31. Dezember 2024. Im zweiten Schritt erfolgt die Aufzinsung zum 11. Februar 2025 mit dem Kapitalisierungszinssatz des ersten Planjahres. Danach errechnet sich der Ertragswert des operativen Geschäfts wie folgt:

alstria Office REIT-AG	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2025	2026	2027	2028	2028	2028	2028	2028	2028	2031ff.
Mio. €										
Nettoausschüttungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	57,0	46,7	45,4	89,7	91,4
Kapitalisierungszinssatz	10,60%	9,71%	9,20%	8,75%	8,20%	7,88%	7,78%	7,65%	7,47%	5,74%
Periode	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0
Barwertfaktor	0,90	0,82	0,75	0,69	0,64	0,59	0,55	0,51	0,48	8,31
Barwerte zum 31.12.2024	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	33,9	25,7	23,3	42,7	760,1
Σ Barwerte - 31.12.2024	885,7									
Aufzinsungsfaktor	1,012									
Ertragswert –11.02.2025	896,0									

Quelle: alstria; ValueTrust; IVA-Darstellung

Tabelle 30: Ableitung des Ertragswerts des alstria Office REIT-Konzerns

483. Der **Ertragswert** des operativen Geschäfts des alstria Office REIT-Konzerns beträgt zum 11. Februar 2025 somit insgesamt rd. **896,0 Mio. €**.
484. Wir haben die Ermittlung des Ertragswertes anhand eigener Berechnungen nachvollzogen und rechnerisch und sachlich überprüft. Es ergaben sich keine Beanstandungen. Die von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehensweise zur Ermittlung des Ertragswerts erachten wir insgesamt für plausibel und sachgerecht.

8. Wert der gesondert bewerteten Vermögenswerte

485. Neben dem Ertragswert des operativen Geschäfts werden im Rahmen der Ableitung des Unternehmenswertes üblicherweise Sonderwerte sowie nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt. Als nicht betriebsnotwendiges Vermögen werden solche Vermögenswerte definiert, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionales Abgrenzungskriterium). Soweit sich deren Werte nicht in der Planungsrechnung der Gesellschaft und damit im Ertragswert widerspiegeln, sind die entsprechenden Vermögensbestandteile und die dazugehörigen Schulden sowie ggf. anfallende Ertragsteuern unter Berücksichtigung der bestmöglichen Verwertung gesondert zu bewerten und in den Unternehmenswert einzubeziehen.
486. Die Bewertungsgutachterin hat die folgenden Sachverhalte als Sonderwerte in der Bewertung abgebildet. Auskunftsgemäß verfügt die Gesellschaft darüber hinausgehend über kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen.

alstria Office REIT-AG	
Sonderwerte	Mio. €
Steuerliches Einlagekonto	23,2
Minderheiten	-7,6
Sonderwert zum 31. Dezember 2024	15,6
Aufzinsungsfaktor	1,012
Sonderwert zum 11. Februar 2025	15,8

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 31: Sonderwerte der alstria zum 11. Februar 2025

487. Die Sonderwerte resultieren aus folgenden Sachverhalten:
- Das steuerliche Einlagekonto der alstria gemäß § 27 Abs. 2 KStG weist zum 31. Dezember 2024 einen Bestand von 362,1 Mio. € auf. Da die Gesellschaft nicht über einen hinreichenden steuerlichen ausschüttungsfähigen Gewinn verfügt, führen die angenommenen Ausschüttungen teilweise zu einer Rückgewährung historischer Einlagen der Gesellschafter aus dem steuerlichen Einlagekonto und unterliegen insoweit nicht der Abgeltungsteuer. Grundsätzlich kann der daraus resultierende steuermindernde Effekt entweder modellintegriert bei der Ermittlung der Abgeltungsteuer (zzgl. SolZ) auf den Wertbeitrag aus Ausschüttungen oder über einen Sonderwert berücksichtigt werden. Die Bewertungsgutachterin hat diesen steuermindernden Effekt in der vorliegenden Bewertung als Sonderwert berücksichtigt. Den steuerfreien Ausschüttungen aus dem Einlagekonto steht im Zeitpunkt der Veräußerung der Aktie c.p. ein höherer Kursgewinn gegenüber, der zu einer

entsprechend höheren Kursgewinnbesteuerung führt. Insoweit führen die Ausschüttungen aus dem Einlagekonto wirtschaftlich betrachtet lediglich zu einer Steuerstundung, nicht aber zu einer Steuerersparnis. Diesem Sachverhalt wurde dadurch Rechnung getragen, dass die Bewertungsgutachterin den hälftigen Abgeltungssteuersatz auf die aus dem Einlagekonto ausgeschütteten Beträge angesetzt hat. Das steuerliche Einlagekonto wird gemäß der Planungsrechnung durch Ausschüttungen bis zum Jahr 2036 vollständig verbraucht. Der Barwert der effektiven Steuerersparnis i.H.v. 23,2 Mio. € wurde als Sonderwert in die Bewertung einbezogen. Zur Berechnung des Barwerts wurden von der Bewertungsgutachterin dabei die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern herangezogen. In der Literatur wird vertreten, dass die Diskontierung aus Konsistenzgründen mit den unverschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern erfolgen müsse.²³ Bei einer Abzinsung mit den unverschuldeten Eigenkapitalkosten würde sich c.p. ein höherer Sonderwert ergeben. Bezogen auf den Unternehmenswert insgesamt sind die Auswirkungen eines abweichenden Diskontierungszinssatzes jedoch unwesentlich.

- Es wurden nicht-beherrschende Anteile des zurechenbaren Konzernergebnisses identifiziert, die im Rahmen der Bewertung als Minderheiten berücksichtigt wurden. Das auf diese Minderheiten entfallende anteilige Ergebnis wurde bei der Ableitung des Ertragswerts nicht berücksichtigt, so dass eine Berücksichtigung als Sonderwert sachgerecht ist.

488. Wir haben das Vorgehen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und erachten es insgesamt als sachgerecht. Im Rahmen unserer Analysen sowie der uns von der Gesellschaft erteilten Auskünfte haben sich keine Anzeichen für weitere Sachverhalte ergeben, die als Sonderwert oder wesentliches nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen wären.

²³ Vgl. hierzu Bertram, Der Unterschied zwischen Steuerersparnis und Steuerstundung beim steuerlichen Einlagekonto, in: WPg 2017, S. 155 f.

9. Unternehmenswert und Wert je Aktie

489. Der Unternehmenswert der alstria zum Bewertungsstichtag setzt sich aus dem Ertragswert des operativen Geschäfts und den Sonderwerten bzw. dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens wie folgt zusammen.

alstria Office REIT-AG	
Unternehmenswert	Mio. €
Ertragswert des operativen Geschäfts	896,0
Sonderwerte	15,8
Unternehmenswert zum 11. Februar 2025	911,8

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 32: Unternehmenswert der alstria zum 11. Februar 2025

490. Der Unternehmenswert der alstria beträgt zum 11. Februar 2025 rd. **911,8 Mio. €**.

491. Bezogen auf 178.562 ausstehende Aktien ergibt sich der Wert je Aktie der alstria wie folgt.

alstria Office REIT-AG	
Wert je Aktie	Mio. €
Unternehmenswert zum 11. Februar 2025	911,8
Anzahl der ausstehenden Aktien	178.562
Wert je Aktie (in €)	5,11

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 33: Wert je Aktie der alstria zum 11. Februar 2025

492. Der Unternehmenswert je Aktie der alstria beträgt **5,11 €** zum 11. Februar 2025.

V. Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem NAV

1. Vorbemerkung

493. Die Bewertungsgutachterin hat zur Ermittlung des barabfindungsrelevanten Werts der alstria keinen NAV herangezogen, da sie die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren bzw. der DCF-Methode für vorzugswürdig erachtet. Dennoch hat die Bewertungsgutachterin als Indikation für den Eigenkapitalwert der alstria auf Basis des aktuellen Immobilienbestands einen eigenen NAV-Ansatz zur Plausibilisierung der Ergebnisse der DCF-Methode gerechnet. Die Bewertungsgutachterin weist dabei explizit darauf hin, dass die von ihr vorgenommene NAV-Betrachtung nicht als eigenständige Bewertungsmethode angewendet wurde.
494. Wir erachten den von der Bewertungsgutachterin als Indikation für den Eigenkapitalwert der alstria ermittelten NAV für nicht sachgerecht.
495. Wir haben eine eigene Ermittlung des Unternehmenswertes der alstria anhand des NAV vorgenommen. Nach unserer Auffassung handelt es sich regelmäßig bei dem NAV um ein geeignetes Verfahren zur Bewertung einer vermögensverwaltenden Gesellschaft. Der NAV berücksichtigt die Besonderheiten der Geschäftstätigkeit der alstria Office REIT-AG als vermögensverwaltende Gesellschaft (vgl. Tz. **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.**).
496. Des Weiteren hat uns das Landgericht Hamburg in seinem Beschluss vom 8. Oktober 2024 explizit aufgegeben, die Substanz der Vermögenswerte zu ermitteln. Durch die Ermittlung des NAV tragen wir diesem Prüfungsauftrag Rechnung.
497. In den folgenden Abschnitten stellen wir zunächst unsere Ermittlung des NAV der alstria dar. Im Anschluss stellen wir den für Indikationszwecke von der Bewertungsgutachterin ermittelten NAV dar.

2. Vorgehensweise und Bewertungsgrundlagen

498. Der NAV berücksichtigt die Besonderheiten der Geschäftstätigkeit der alstria als primär vermögensverwaltende Gesellschaft. Der NAV ergibt sich aus einer Saldierung der Verkehrswerte aller Vermögenswerte und Schulden zum voraussichtlichen Tag der beschlussfassenden Hauptversammlungen am 11. Februar 2025. Da die Bewertungsarbeiten schon im Zeitpunkt der Einberufung der Hauptversammlung und damit mehrere Wochen vor dem Tag der Hauptversammlung abgeschlossen sein müssen, ist der Unternehmenswert zum Tag der Hauptversammlung nur näherungsweise bestimmbar.

499. Für die Ermittlung der Verkehrswerte aller Vermögenswerte und Schulden haben wir als Ausgangspunkt die Konzernbilanz der alstria zum 30. September 2024 zugrunde gelegt. Veränderungen im Zeitraum vom 1. Oktober 2024 bis zum 11. Februar 2025 haben wir jeweils vereinfachend anhand der Zurechnung des erwarteten zeitanteiligen Ergebnisses²⁴ der Gesellschaft berücksichtigt. Der Ermittlung des Verkehrswerts des Immobilienportfolios lag die vorläufige BNP-Bewertung zum Stichtag 31. Dezember 2024 mit Stand vom 29. November 2024 zugrunde, die der Vorstand für plausibel und zutreffend erachtet. Ferner haben wir die Verkehrswerte der notierten Anleihen zum aktuellen Stichtagskurs (9. Dezember 2024) vorgenommen.
500. Nach Auskunft des Vorstands der Gesellschaft bestehen keine nennenswerten Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die nicht in der Konzernbilanz der alstria office REIT-AG enthalten sind. Daher haben wir keine zusätzlichen Vermögenswerte und Verbindlichkeiten bei der Ermittlung des NAV berücksichtigt und auf dieser Basis den Saldo der Marktwerte der Vermögenswerte und Schulden der alstria Office REIT-AG zum Stichtag 11. Februar 2025 ermittelt.
501. Bei einer sachgerechten Ermittlung des NAV ist der Barwert der künftigen Verwaltungskosten zu berücksichtigen. Vor diesem Hintergrund haben wir im Rahmen unserer Wertermittlung jeweils den Barwert der künftigen Verwaltungskosten wertmindernd angesetzt. Diese Vorgehensweise ist auch in der Rechtsprechung akzeptiert (vgl. LG Hamburg, Beschluss v. 29.6.2015 – 412 HKO 178/12; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 16.12.2014, Az 3-05 O 164/13 sowie bestätigt vom OLG Frankfurt, Beschluss vom 8.9.2016, Az 21 W 36/15, in AG 2017, S. 553-556). Die Verwaltungskosten wurden dabei um den darauf entfallenden Steuervorteil gemindert.
502. Latente Ertragsteuern auf die stillen Reserven, die bei einer Veräußerung der Vermögenswerte auf Gesellschaftsebene anfallen würden, werden grundsätzlich nicht berücksichtigt, weil bei dem Bewertungskonzept des NAV nicht von einer Liquidation, sondern vielmehr von einer Fortführung des Geschäftsbetriebs ausgegangen wird. Eine Ausnahme bilden die für das Geschäftsmodell der Gesellschaft charakteristischen Veräußerungen von Immobilien, typischerweise nachdem deren Entwicklung abgeschlossen ist. Für dieses geschäftsmodellimmanente Veräußerungsvolumen haben wir die latente Steuerbelastung auf Basis der Steuerplanung der Gesellschaft ermittelt. Dabei haben wir auf sämtliche stillen Reserven des Immobilienportfolios, die zum Bewertungsstichtag bestehen, eine latente Steuerbelastung angenommen. Entsprechend dem Geschäftsmodell der Gesellschaft ist

²⁴ Ohne Berücksichtigung des Bewertungsergebnisses des Immobilienportfolios. Bei der Ableitung des NAV zum 11. Februar 2025 haben wir die Annahme getroffen, dass die Bewertungen gemäß BNP-Gutachten zum Stichtag 31. Dezember 2024 unverändert zum Bewertungsstichtag der alstria Office REIT-AG sind.

davon auszugehen, dass diese latente Steuerbelastung in der Zukunft realisiert wird. Um dies abzubilden, haben wir die steuerliche Belastung aus einer typisierenden Zahlungsreihe als Barwert berücksichtigt. Wir weisen darauf hin, dass es sich dennoch um eine reine Stichtagsbetrachtung handelt, da wir keine zukünftigen Gewinne besteuert haben, sondern nur den Bestand an stillen Reserven zum Bewertungsstichtag berücksichtigt haben.

503. Da die Ermittlung des NAV auf der Ebene der Gesellschaft stattfindet und mithin keine Liquidation der Vermögenswerte unterstellt wird, sondern dem NAV grundsätzlich die Unternehmensfortführung immanent ist, wurden persönliche Ertragsteuern der Anteilseigner nicht in Abzug gebracht.
504. Die Abgrenzung des auf dieser Basis zum 30. September 2024 ermittelten NAV auf den Stichtag der Hauptversammlung der alstria haben wir vereinfachend anhand der Zurechnung des zeitanteiligen Ergebnisses der Gesellschaft vorgenommen.
505. In Bezug auf die zugrunde gelegte methodische Vorgehensweise bei der Ableitung des NAV der alstria verweisen wir auch auf unsere Ausführungen in Abschnitt C.II.4.

3. Ermittlung des NAV

a) Bewertung der Vermögensgegenstände und Schulden

aa) Überblick

506. Die Vermögenswerte und Schulden wurden ausgehend von den Buchwerten gemäß IAS/IFRS bewertet. Die folgende Tabelle zeigt den Saldo der Marktwerte des Vermögens und der Schulden der alstria Office REIT-AG zum 30. September 2024 ausgehend von den jeweiligen Buchwerten.
507. Im Hinblick auf die Ermittlung des Verkehrswerts der passiven latenten Steuern haben wir drei unterschiedliche Szenarien zugrunde gelegt, die sich hinsichtlich der zugrunde liegenden Kapitalisierungszinssätze unterscheiden. So haben wir den Barwert zum einen unter der Annahme unverschuldeter Eigenkapitalkosten ermittelt. Darüber hinaus haben wir alternativ verschuldete Eigenkapitalkosten zugrunde gelegt. Dabei haben wir eine Variante unter Berücksichtigung des marktüblichen Verschuldungsgrads der Peer Group (Variante 1) bzw. des unternehmensspezifischen Verschuldungsgrad (Variante 2) unterschieden. Die drei Szenarien für die Ermittlung des jeweiligen Saldos des Vermögens und der Schulden stellen sich wie folgt dar.

alstria Office REIT-AG	Buchwert	Verkehrswert unverschuldet	Verkehrswert verschuldet¹⁾	Verkehrswert verschuldet²⁾
Saldo aus Vermögen und Schulden	30.09.2024	30.09.2024	30.09.2024	30.09.2024
	T€	T€	T€	T€
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	4.070.869	4.142.700	4.142.700	4.142.700
Sachanlagen	20.795	3.382	3.382	3.382
Immaterielle Vermögenswerte	355	355	355	355
Finanzanlagen	94.432	94.432	94.432	94.432
Derivate Finanzinstrumente	3.491	3.491	3.491	3.491
Aktive latente Steuern	5.779	0	0	0
Langfristigen Vermögenswerte	4.195.721	4.244.360	4.244.360	4.244.360
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.388	6.388	6.388	6.388
Forderungen aus Steuern	91	91	91	91
Sonstige Forderungen und Vermögenswerte	10.066	10.066	10.066	10.066
Derivative Finanzinstrumente	4.607	4.607	4.607	4.607
Zahlungsmittel und -äquivalente	107.536	107.536	107.536	107.536
Kurzfristige Vermögenswerte	128.688	128.688	128.688	128.688
Vermögen	4.324.409	4.373.049	4.373.049	4.373.049
Kommanditeinlagen nicht beherrsch. Gesellschafter	97.290	97.290	97.290	97.290
Langfristige Darlehen und Anleihen, abzgl. des kurzfristigen Anteils	1.991.054	1.927.861	1.927.861	1.927.861
Sonstige Rückstellungen	1.332	1.332	1.332	1.332
Sonstige Verbindlichkeiten	12.857	12.857	12.857	12.857
Derivative Finanzinstrumente	10.540	10.540	10.540	10.540
Passive latente Steuern	225.279	190.758	156.615	137.319
Langfristige Schulden	2.338.352	2.240.638	2.206.495	2.187.199
Kommanditeinlagen nicht beherrsch. Gesellschafter	21	21	21	21
Kurzfristige Darlehen	448.900	433.279	433.279	433.279
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3.175	3.175	3.175	3.175
Derivative Finanzinstrumente	4.477	4.477	4.477	4.477
Ertragsteuerverbindlichkeiten	386	386	386	386
Sonstige Rückstellungen	2.726	2.726	2.726	2.726
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	73.449	73.449	73.449	73.449
Kurzfristige Schulden	533.133	517.513	517.513	517.513
Schulden	2.871.485	2.758.151	2.724.008	2.704.712
Saldo	1.452.924	1.614.898	1.649.041	1.668.337

1) *Marktüblicher Verschuldungsgrad der Peer Group*

2) *Unternehmensspezifischer Verschuldungsgrad der Gesellschaft*

Quelle: *alstria Office REIT-AG, eigene Darstellung*

Tabelle 34: Saldo des Vermögens und der Schulden der alstria Office REIT-AG zum 30. September 2024 (unverschuldet und verschuldet)

bb) Vermögenswerte

508. Das Anlagevermögen der Gesellschaft besteht zum 30. September 2024 im Wesentlichen aus **als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien**, welche dem 106 Objekte umfassenden Immobilienportfolio mit einem Buchwert von 4.070.869 T€ zum 30. September 2024 entsprechen. In Bezug auf die Darstellung der wesentlichen Kennzahlen zum Immobilienportfolio verweisen wir auf den Abschnitt D.I.2. Grundsätzlich basiert die Ermittlung des IFRS-Buchwerts für das Immobilienportfolio, welcher den beizulegenden Zeitwert des

Immobilienportfolios repräsentiert, auf externen Sachverständigengutachten die jährlich erstellt werden. Zum letzten zurückliegenden Bilanzstichtag, dem 31. Dezember 2023, erfolgte die Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts durch den externen Sachverständigen Savills Advisory Services Germany GmbH & Co. KG, Frankfurt a.M., mit Stand vom 4. Januar 2024. Der Buchwert des Immobilienportfolios zum 31. Dezember 2023 beläuft sich demnach auf 3.971.253 T€. Der Buchwert zum 30. September 2024 basiert grundsätzlich auf den zum 31. Dezember 2023 ermittelten beizulegenden Zeitwerten und berücksichtigt insbesondere die seitdem vorgenommenen Investitionen in das Immobilienportfolio. Eine aktualisierte Bewertung des Immobilienportfolios durch einen externen Sachverständigen wurde zum 30. September 2024 hingegen noch nicht vorgenommen. Der Anstieg des Buchwerts um 99.616 T€ auf 4.070.869 T€ im Vergleich zum Buchwert am 31. Dezember 2023 ist hauptsächlich auf die Berücksichtigung von Investitionen zurückzuführen.

509. Im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit lag uns die vorläufige Marktwertermittlung des externen Sachverständigen BNP Paribas Real Estate Consult GmbH, Frankfurt am Main, zum Stichtag 31. Dezember 2024 mit Stand vom 29. November 2024 vor (im Folgenden auch: „BNP-Bewertung“). Da es sich hierbei um die aktuelle uns vorliegende externe Bewertung des Immobilienportfolios handelt, haben wir für die Marktwertermittlung im Rahmen des NAV-Ansatzes die BNP-Bewertung zugrunde gelegt bzw. einer kritischen Würdigung unterzogen.
510. Die BNP-Bewertung umfasst Berechnungen auf Einzelobjektebene. Die Ermittlung der Marktwerte erfolgte durch BNP einheitlich für alle Objekte unter Anwendung des DCF-Verfahrens. Dabei sieht das von BNP angewandte DCF-Verfahren eine detaillierte Prognoserechnung der Einnahmen und Ausgaben für eine Halteperiode von zehn Jahren vor. Wesentliche Annahmen zur Ermittlung der Prognoserechnung fassen sich wie folgt zusammen:
- Vertragsmiete für die Mietvertragslaufzeit des bestehenden Vertrags (bei unbefristeten Mietverträgen wird eine Mietvertragslaufzeit von einem Jahr bis zu der Hälfte der bisherigen Mietlaufzeit angenommen);
 - Neuvermietung zu Marktmieten;
 - notwendige Investitionen zur Wiedervermietung;
 - Maklerkosten;
 - eine durchschnittliche Mietdauer von bis zu 10 Jahren für jede potenzielle Neuvermietung;

- Transaktionsnebenkosten bestehend aus Grunderwerbsteuer, Notar- und Maklerkosten.
511. Die Diskontierung bzw. Kapitalisierung der Cashflows, die sich aus der Prognoserechnung ergeben, erfolgte zu Zinssätzen (Yields), die sich aus dem Marktgeschehen für vergleichbare Transaktionen ableiten.
512. Im Zusammenhang der Ermittlung des Marktwerts für das Immobilienportfolio haben wir den Themenkomplex der Wertschöpfung aus der Modernisierung bzw. Sanierung des Entwicklungsportfolios analysiert. Die durch BNP durchgeführte DCF-Bewertungen sehen in Summe eine vergleichbare Höhe an CAPEX vor wie die Planungsrechnung der Gesellschaft. Sie unterscheiden sich darin, dass die durch BNP geplanten CAPEX zeitlich früher angesetzt werden. Im Anschluss an die Durchführung von CAPEX-Maßnahmen sind Mietanpassungen im Zuge der Neuvermietung von BNP geplant. Insofern ist die Wertschöpfung aus der Modernisierung bzw. Sanierung des Entwicklungsportfolios in der BNP-Bewertung berücksichtigt. Eine Wertschöpfung aus der Entwicklung von zukünftig zu erwerbenden Objekten haben wir hingegen nicht berücksichtigt, da eine Berücksichtigung unseres Erachtens nicht vereinbar mit der grundlegenden Annahme der Stichtagsbetrachtung im NAV wäre. Wir weisen darauf hin, dass die Gesellschaft keine Objektakquisitionen plant.
513. Die BNP-Bewertung haben wir insbesondere in Bezug auf die von BNP angesetzten Marktmieten sowie die Exit Yields kritisch gewürdigt. Dabei haben wir einen Vergleich der angesetzten Mieten mit aktuellen Daten des Analysehauses, bulwiengesa AG, Frankfurt am Main, mit Stand vom November 2024 vorgenommen. Ferner haben wir die Annahmen der BNP-Bewertung im Rahmen einer Vergleichsbetrachtung zur Bewertung von Savills Advisory Services Germany GmbH & Co. KG zum 31.12.2023 kritisch gewürdigt. Des Weiteren konnten wir die von BNP ermittelten DCF-Werte rechnerisch nachvollziehen. Insgesamt erachten wir das von BNP angesetzte Niveau für Marktmieten für plausibel.
514. Der Marktwert des Immobilienportfolios gemäß BNP-Gutachten beläuft sich auf 4.142.700 T€. Wir haben den Marktwert des Immobilienportfolios in entsprechender Höhe für die Ermittlung des NAV herangezogen.
515. Die **Sachanlagen** umfassen insbesondere eigengenutzte Immobilien, Nutzungsrechte sowie Betriebs- und Geschäftsausstattung. Sie werden zu Anschaffungs- und Herstellungskosten abzüglich kumulierter Abschreibungen und Wertminderungen bilanziert. Darüber hinaus umfassen die Sachanlagen auch den Aufwuchs der Baumpopulation eines Waldgrundstücks, die mit dem beizulegenden Zeitwert abzüglich geschätzten Verkaufskosten angesetzt werden. Mit einem Buchwert von 17.413 T€ zum 30. September 2024, machen eigengenutzte Immobilien den Großteil des Bilanzpostens aus. Dabei handelt es sich um Flächen in vier Büroimmobilien der alstria, die von der Gesellschaft für eigene Verwaltungszwecke genutzt

werden. Wir haben bei der Ermittlung des Marktwerts der Sachanlagen, den Buchwert für die eigengenutzten Immobilien i.H.v. 17.413 T€ eliminiert, da diese bereits in der BNP-Bewertung berücksichtigt sind. Die Buchwerte der restlichen Sachanlagen i.H.v. 3.382 T€ entsprechen annahmegemäß den Marktwerten.

516. Die **Finanzanlagen** beinhalten fast ausschließlich Ausleihungen mit einer Laufzeit bis zum Ende des Geschäftsjahres 2032. Die Ausleihungen betreffen eine niederländische Stiftung, welche die Mittel zum Erwerb von Anteilen an der alstria Prime Portfolio GmbH & Co. KG genutzt hat. Die Ausleihungen sind im Jahr 2032 zurückzuzahlen und werden i.H.v. 3,47 % p.a. verzinst. Die Buchwerte entsprechen annahmegemäß den Marktwerten.
517. Die aktiven und passiven **derivativen Finanzinstrumente** betreffen Zinsderivate, die die Gesellschaft im Zusammenhang der Zinsabsicherung ihres Darlehensportfolios abgeschlossen hat. Es handelt sich dabei um Swaps, Caps und einen Floor. Die Buchwerte entsprechen dabei jeweils dem Fair Value. Zum 30. September 2024 belaufen sich die positiven bzw. negativen Fair Values auf 8.097 T€ bzw. -15.018 T€. Im Saldo beläuft sich der Fair Value der Zinsderivate auf -6.920 T€. Die Buchwerte entsprechen annahmegemäß den Marktwerten.
518. Die **aktiven latenten Steuern** mit einem Buchwert i.H.v. 5.779 T€ haben wir im Rahmen des NAV nicht berücksichtigt. Wir haben lediglich passive latente Steuern auf die stillen Reserven im Rahmen von geplanten Veräußerungen von Objekten ermittelt (vgl. Abschnitt D.V.2.)).
519. Die **Forderungen aus Lieferungen und Leistungen** haben sich im Zeitraum vom 31. Dezember 2023 bis zum 30. September 2024 von 10.814 T€ auf 6.388 T€ vermindert. Sie bestehen aus Miet- sowie Nebenkostenforderungen gegenüber Mietern. Es handelt sich um kurzfristige Forderungen. Der Buchwert entspricht annahmegemäß dem Marktwert.
520. **Sonstige Forderungen und Vermögenswerte** umfassen finanzielle Vermögenswerte wie Debitorische Kreditoren und Instandhaltungsrücklagen als auch Umsatzsteuerforderungen und anrechenbare Kapitalertragsteuern. In den ersten drei Quartalen des Jahres 2024 stieg der Buchwert des Bilanzposten um 4.331 T€ auf 10.066 T€. Die Buchwerte entsprechen annahmegemäß den Marktwerten.
521. Im Zeitraum vom 31. Dezember 2023 bis zum 30. September 2024 haben sich die aus laufenden Bankguthaben bestehenden **Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente** von 116.282 T€ auf 107.536 T€ verringert. Diese Veränderung setzt sich zusammen aus einem positiven Cashflow aus der Geschäftstätigkeit in Höhe von 69.680 T€ sowie Zahlungsmittelabflüssen von 74.319 T€ bzw. 4.107 T€ aus der Investitions- bzw. Finanzierungstätigkeit. Die Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente enthalten unter

anderem von Mietern erhaltene Kautionen, denen im Posten „sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten“ in gleicher Höhe Verbindlichkeiten gegenüberstehen. Das Bankguthaben wird zu Tagesgeldkonditionen verzinst. Zum 31. Dezember 2023 unterlagen 8.031 T€ der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente aufgrund von Zinsverpflichtungen einer Verfügungsbeschränkung und standen der Gesellschaft daher nicht frei zur Verfügung. Der Buchwert entspricht annahmegemäß dem Marktwert.

cc) **Schulden**

522. Bei den **Kommanditeinlagen nicht beherrschender Gesellschafter** handelt es sich um den Minderheitenanteil an der alstria office Prime Portfolio GmbH & Co. KG. In Übereinstimmung mit den IFRS-Vorschriften wird das Kommanditkapital der Minderheitsgesellschafter im Konzernabschluss als Fremdkapital ausgewiesen. Im Buchwert i.H.v. 97.310 T€ zum 30. September 2024, welcher den beizulegenden Zeitwert darstellt, spiegeln sich Bewertungseffekte des Immobilienportfolios anteilig wider. Der Buchwert entspricht annahmegemäß dem Marktwert.
523. Die Schulden der Gesellschaft bestehen zum 30. September 2024 insbesondere aus Finanzverbindlichkeiten. Diese setzten sich aus besicherten Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sowie Anleihen und einem Schuldscheindarlehen zusammen und stellen sich wie folgt dar.

alstria Office REIT-AG						
Verbindlichkeiten	Fälligkeit	Inanspruchnahme zum 30.09.2024	Verzinsung	Fest/Hedge/3M-Euribor	Variabler Zinsaufschlag	Gesamtkosten*
		T€		%	%	%
Anleihe #3	15.11.2027	311.400	Fix	1,50%		1,50%
Anleihe #4	26.09.2025	335.200	Fix	0,50%		0,50%
Anleihe #5	23.06.2026	334.100	Fix	1,50%		1,50%
Schuldschein 10 J./ fix	06.05.2026	40.000	Fix	2,75%		2,75%
Unbesicherte Finanzverbindlichkeiten		1.020.700				
Darlehen #2	29.03.2030	67.500	Swap	3,23%	1,18%	4,41%
Darlehen #2	29.03.2030	22.500	Cap	3,50%	1,18%	4,68%
Darlehen #7	31.08.2028	50.000	Swap	4,03%	1,60%	5,63%
Darlehen #7	31.08.2028	50.000	Cap	3,50%	1,60%	5,10%
Darlehen #6	26.04.2030	70.500	Swap	3,14%	1,30%	4,44%
Darlehen #6	26.04.2030	117.500	Cap	3,50%	1,30%	4,80%
Darlehen #1	30.06.2031	100.000	Cap	3,50%	1,74%	5,24%
Darlehen #1	30.06.2031	25.000	Floating	3,54%	1,74%	5,28%
Darlehen #5	29.08.2025	107.000	Swap	3,00%	1,31%	4,31%
Darlehen #8	30.06.2028	50.000	Swap	3,00%	1,67%	4,67%
Darlehen #8	30.06.2028	50.000	Swap	3,50%	1,67%	5,17%
Darlehen #4	30.09.2027	500.000	Swap	1,75%	1,50%	3,25%
Darlehen #3	29.09.2028	60.000	Swap	1,92%	0,78%	2,70%
Darlehen #3	29.09.2028	22.450	Swap	1,92%	1,45%	3,37%
Darlehen #3	29.09.2028	14.550	Floating	3,54%	1,45%	4,99%
Darlehen #9	28.12.2029	120.000	Cap	4,05%	1,45%	5,50%
Besicherte Darlehen		1.427.000				
Gesamt		2.447.700				

* Die Kennzahlen zur Verzinsung entsprechen den Informationsstand zum 23.08.2024

Quelle: alstria Office REIT-AG, eigene Darstellung

Tabelle 35: Finanzverbindlichkeiten der alstria Office REIT-AG zum 30. September 2024

524. Die Inanspruchnahme beläuft sich zum 30. September 2024 in Summe auf 2.447.000 T€. Das entspricht nahezu dem Buchwert der langfristigen bzw. kurzfristigen Darlehen und Anleihen i.H.v. 2.439.954 T€. Der marginal abweichende Buchwert ergibt sich unter Berücksichtigung von abgegrenzten Zinsverbindlichkeiten und im Rahmen der nach der Effektivzinsmethode zu verteilenden Transaktionskosten bei der Aufnahme der Finanzverbindlichkeiten.
525. Bei dem besicherten Teil der Finanzverbindlichkeiten handelt es sich ausschließlich um variabel verzinsliche Bankdarlehen, wobei als Referenzzinssatz jeweils der 3-Monats-Euribor vertraglich vereinbart ist. Der weit überwiegende Teil dieser Darlehen ist über Zinssicherungsgeschäfte (Swap oder Cap) abgesichert. Insgesamt haben wir die Annahme getroffen, dass die Buchwerte den Marktwerten entsprechen.

526. Der unbesicherte Teil der Finanzverbindlichkeiten betrifft zum einen die drei Unternehmensanleihen. Diese haben einen fixen Kupon im Bereich von 0,50 % bis 1,50 %. Da es sich um notierte Anleihen handelt haben wir zur Ermittlung des Marktwerts den jeweiligen Schlusskurs zum 9. Dezember 2024 zugrunde gelegt. Der so ermittelte Marktwert beläuft sich für die Anleihen in Summe auf 903.288 T€. Im Vergleich zu der Höhe der Inanspruchnahme von in Summe 980.700 T€ resultiert eine Differenz i.H.v. -77.412 T€. Bei der Ermittlung des Marktwerts unbesicherten Finanzverbindlichkeit haben wir diesen Differenzbetrag vom Buchwert der Finanzverbindlichkeiten abgezogen. Zum anderen handelt es sich bei den unbesicherten Finanzverbindlichkeiten um ein Schuldscheindarlehen i.H.v. 40.000 T€ mit einer fixen Verzinsung von 2,75 % und einer Fälligkeit zum 6. Mai 2026. Wir haben den Marktwert des Schuldscheindarlehens anhand der Diskontierung der bis zur Fälligkeit zu erwartenden Zahlungen mit einem Zinssatz von 5,42 % ermittelt. Dieser Zinssatz entspricht der Yield-to-Maturity der Anleihe #5 mit einer Fälligkeit zum 23. Juni 2026. Der auf diese Weise ermittelte Marktwert des Schuldscheindarlehens beläuft sich auf 38.598 T€. Im Vergleich zu der Höhe der Inanspruchnahme von in Summe 40.000 T€ resultiert eine Differenz i.H.v. -1.402 T€.
527. Im Ergebnis haben wir einen Marktwert für die Finanzverbindlichkeiten i.H.v. 2.361.140 T€ ermittelt. Der Marktwert liegt somit 78.813 T€ (Summe der zuvor ermittelten Differenzbeträge) unterhalb des Buchwerts.
528. Die langfristigen **sonstigen Verbindlichkeiten** umfassen langfristige Schulden mit einer Fristigkeit von über einem Jahr. Diese betreffen erhaltene Kautionen und Sicherheitseinbehalte sowie Leasingverbindlichkeiten. Im Zeitraum vom 31. Dezember 2023 bis zum 30. September 2024 sind die sonstigen Verbindlichkeiten um 346 T€ auf 12.857 T€ zurückgegangen. Die Buchwerte entsprechen annahmegemäß den Marktwerten.
529. Die **passiven latenten Steuern** mit einem Buchwert i.H.v. 225.279 T€ betreffen latente Ertragsteuern auf die stillen Reserven, die bei einer Veräußerung des gesamten Immobilienportfolios anfallen würden. Im Rahmen des NAV werden latente Steuern grundsätzlich nicht berücksichtigt, da von einer Fortführung des Geschäftsbetriebs ausgegangen wird. Eine Ausnahme bildet der vorliegende Fall. Zum einen plant die Gesellschaft ein Veräußerungsvolumen i.H.v. 790,0 Mio. € im Detailplanungszeitraum. Zum anderen sind über den Detailplanungszeitraum hinaus fortlaufende Veräußerungen zu erwarten, da dies charakteristisch für das Geschäftsmodell der Gesellschaft ist. Die angesetzte latente Steuerbelastung entspricht dem Barwert dieser, die aus der vollständigen Veräußerung des Immobilienportfolios zu erwarten ist. Diesen Barwert haben wir zum einen anhand der von der Gesellschaft für das Veräußerungsvolumen im Detailplanungszeitraum von 790,0 Mio. € geplanten latenten Steuerbelastung ermittelt. Zum anderen haben wir eine Fortschreibung der latenten Steuerbelastung über den Detailplanungszeitraum hinaus vorgenommen, bis die

stillen Reserven für das Immobilienportfolio (gemäß Steuerplanung 1.218 Mio. € zum Jahresende 2024) vollständig aufgedeckt sind. Abschließend haben wir den Barwert der latenten Steuerbelastung durch Diskontierung mit den unverschuldeten bzw. verschuldeten Kapitalkosten ermittelt. Wir haben den Wert für die passiven latenten Steuern i.H.v. 190.758 T€ (unverschuldete Eigenkapitalkosten), 156.615 T€ (verschuldete Eigenkapitalkosten mit dem marktüblichen Verschuldungsgrad der Peer Group) bzw. 137.319 (verschuldete Eigenkapitalkosten mit dem unternehmenseigenen Verschuldungsgrad) ermittelt.

530. **Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten** setzen sich zusammen aus Schulden mit einer Fristigkeit von unter einem Jahr. Hierzu zählen insbesondere finanzielle Verbindlichkeiten wie ausstehende Rechnungen, erhaltene Kautionen und Sicherheitseinbehalte, die Verpflichtung zur Zahlung einer Market-Flex-Prämie gegenüber einer darlehensgebenden Bank, Gehaltsverbindlichkeiten als auch Umsatzsteuerverbindlichkeiten und erhaltene Mietvorauszahlungen. Mit einem Anteil von 24.132 T€ zum 31. Dezember 2023 machen ausstehende Rechnungen dabei den Großteil des Bilanzpostens aus. In den ersten drei Quartalen des Jahres 2024 erhöhten sich die sonstigen kurzfristigen Verbindlichkeiten von 44.744 T€ auf 73.449 T€. Die Buchwerte entsprechen annahmegemäß den Marktwerten.
531. Nach Auskunft des Vorstands der Gesellschaft bestehen keine nennenswerten Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die nicht in der Konzernbilanz der alstria office REIT-AG enthalten sind. Daher haben wir keine zusätzlichen Vermögenswerte und Verbindlichkeiten bei der Ermittlung des NAV berücksichtigt.

b) Barwert der Verwaltungskosten

532. Im Rahmen der Ermittlung des NAV haben wir den Barwert der zukünftig erwarteten Verwaltungskosten abgezogen, da der NAV von der Prämisse der Unternehmensfortführung ausgeht. Dazu haben wir in einem ersten Schritt die sich auf Basis des Geschäftsmodells ergebenden nachhaltigen jährlichen Verwaltungskosten abgeleitet. Im Anschluss erfolgt die Kapitalisierung der jährlichen Verwaltungskosten.
533. Die zu kapitalisierenden Verwaltungskosten berücksichtigen die erwarteten jährlichen anfallenden Aufwendungen der Gesellschaft zur kaufmännischen Verwaltung und Organisation, soweit diese nicht bereits im Rahmen der Wertermittlung einzelner Vermögenswerte berücksichtigt wurden.
534. Wir haben bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes grundsätzlich die gleichen Parameter zugrunde gelegt wie bei der Ermittlung des Ertragswerts, wobei im Rahmen der NAV-Ermittlung eine MRP vor persönlichen Steuern von 7,00 % herangezogen wurde. Den Barwert der Verwaltungskosten haben wir sowohl auf Basis unverschuldeter als auch auf Basis verschuldeter Eigenkapitalkosten ermittelt. Hinsichtlich der Berücksichtigung der Verschuldung hat sich in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung kein eindeutiges Vorgehen herausgebildet, so dass grundsätzlich beide Vorgehen vertretbar sind (vgl. Tz. 546 ff.). Der Verschuldungsgrad zur Ableitung der verschuldeten Eigenkapitalkosten entstammt in einer Variante der Peer Group (marktüblicher Verschuldungsgrad). In einer weiteren Variante wird der unternehmenseigene Verschuldungsgrad aus der NAV-Betrachtung herangezogen. Bei der Ermittlung des Barwerts der Verwaltungskosten haben wir einen Steuervorteil aufgrund der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Verwaltungskosten berücksichtigt. Der Steuervorteil wurde mit einem Unternehmenssteuersatz von 15,8 % gerechnet. Dies entspricht der Höhe der Körperschaftsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag. Wir haben die Annahme getroffen, dass die Verwaltungskosten insbesondere der vermögensverwaltenden Vermietungstätigkeit zuzurechnen sind, für die die Gesellschaft vollumfänglich von der Möglichkeit der erweiterten Gewerbesteuerkürzung Gebrauch machen kann. Entsprechend erfolgt die korrespondierende Entlastung des Steueraufwands bei den Verwaltungskosten annahmegemäß auch nur in Bezug auf die körperschaftsteuerliche Belastung. .
535. Wir haben die Höhe der nachhaltigen jährlichen Verwaltungskosten der Gesellschaft unter Berücksichtigung der tatsächlichen sowie der geplanten Aufwendungen der alstria ermittelt. Dabei haben wir die im Zusammenhang mit dem Immobilienvermögen anfallenden Bewirtschaftungskosten sowie die Abschreibungen nicht berücksichtigt, da diese Kosten bereits im angesetzten Marktwert des Immobilienportfolios reflektiert werden. Im Ergebnis haben wir Verwaltungskosten von 22.000 T€ p.a. angesetzt. Diese setzen sich aus

Personalaufwendungen (12.100 T€) sowie Verwaltungsaufwendungen (9.900 T€) zusammen. Die Verwaltungskosten in Relation zu dem Marktwert der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien beläuft sich auf 0,53 %. Unsere Marktrecherchen zeigen für die Assetklasse Büroimmobilien Verwaltungskosten innerhalb einer Bandbreite von 0,50 % bis 0,80 % (vgl. u.a. DWS, Aktuelle Fondskennzahlen der Grundbesitz Europa, Stand vom Oktober 2024; Dekam Immobilien, Fondskennzahlen der Dekam-ImmobilienEuropa, Stand vom November 2024; Union Investment, Fondskennzahlen der UniImmo: Europa, Stand vom 7. November 2024). Die von uns angesetzte Höhe der jährlichen Verwaltungskosten von 0,53 % bezogen auf die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien liegt demnach innerhalb einer marktüblichen Bandbreite. Wir erachten die Höhe der Verwaltungskosten für angemessen, insbesondere da die Gesellschaft abweichend zu den betrachteten Fonds lediglich in die Assetklasse der Büroimmobilien in Deutschland investiert und daher eine homogenere Vermögensstruktur aufweist.

536. Die nachhaltigen jährlichen Verwaltungskosten i.H.v. 22.000 T€ wurden um den Steuervorteil aus der Abzugsfähigkeit der Verwaltungskosten gemindert (3.482 T€ bzw. 15,8 %). Die Ermittlung des Barwerts erfolgte unter Anwendung von unverschuldeten bzw. verschuldeten Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag von 4,00 % (unverschuldet), 6,33 % (verschuldet, bei Anwendung eines marktüblichen Verschuldungsgrads) bzw. 8,03 % (verschuldet, bei Anwendung des unternehmenseigenen Verschuldungsgrads). Es ergibt sich nach Berücksichtigung eines Steuervorteils auf die Verwaltungskosten demnach folgender Barwert der Verwaltungskosten:

Unverschuldete Eigenkapitalkosten	Verschuldete Eigenkapitalkosten Marktüblicher Verschuldungsgrad	Verschuldete Eigenkapitalkosten Unternehmenseigener Verschuldungsgrad
462.963 T€	292.667 T€	230.726 T€

Quelle: IVA

Tabelle 36: Ableitung des Barwerts der Verwaltungskosten

c) Entschädigung an die Minderheitsaktionäre aufgrund REIT-Status-Verlust

537. Aus dem Verlust des REIT-Status steht den Minderheitsaktionären der Gesellschaft gemäß § 20 der Satzung eine Entschädigung für den Ausschüttungsnachteil durch die Beendigung der Steuerbefreiung zu. Diese Entschädigung stellt grundsätzlich eine Verpflichtung der Gesellschaft dar, die zum 30. September 2024 (Aufsatzbilanz für den NAV) noch nicht bilanziert wurde. Daher haben wir im Rahmen des NAV die Entschädigungsverpflichtung wertmindernd angesetzt. Die Ermittlung der Höhe der Entschädigung für den Ausschüttungsnachteil erfolgte durch die KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg, und beläuft sich in Summe auf 23.231 T€.

538. Im Rahmen der Änderungsvereinbarung der Investorenvereinbarung zwischen der Mehrheitsaktionärin und der Gesellschaft vom 18. September 2024 ist der Fall geregelt, dass die Mehrheitsaktionärin die Gesellschaft von der Verpflichtung zur Zahlung der Entschädigung befreit. Der Fall der (teilweisen) Befreiung von der Entschädigungszahlung tritt demnach ein, wenn der HGB-Einzelabschluss der Gesellschaft für das Geschäftsjahr 2024 einen Jahresfehlbetrag (ohne Berücksichtigung des Ergebniseffekts der Entschädigungszahlungsverpflichtung selbst) aufweist. Der Vorstand der alstria hat uns schriftlich versichert, dass nach aktueller Einschätzung keine Ausgleichszahlung des Mehrheitsaktionärs für die von alstria an die Minderheitsaktionäre zu leistende Entschädigung im Zusammenhang mit dem Verlust des REIT-Status zu erwarten ist. Sollte entgegen der aktuellen Einschätzung eine Ausgleichszahlung gezahlt werden, würde diese Information bis zum Tag der Hauptversammlung bekanntgegeben. Wir weisen darauf hin, dass zum Bewertungsstichtag eine Überprüfung des Sachverhalts im Rahmen der Stichtagserklärung geboten ist. Sollte eine (teilweise) Befreiung der Gesellschaft von der Entschädigungszahlung vorliegen, wäre dieser Betrag erhöhend bei der Ermittlung des NAV zu berücksichtigen.

d) Abgrenzung des Ergebnisses zum Bewertungsstichtag

539. Für die Ermittlung der Verkehrswerte aller Vermögenswerte und Schulden haben wir als Ausgangspunkt die Konzernbilanz der alstria zum 30. September 2024 zugrunde gelegt. Veränderungen im Zeitraum vom 1. Oktober 2024 bis zum 11. Februar 2025 (Bewertungsstichtag) haben wir jeweils vereinfachend anhand der Zurechnung des zeitanteiligen Ergebnisses der Gesellschaft berücksichtigt. Dabei haben wir das Ergebnis ohne Berücksichtigung des Bewertungsergebnisses des Immobilienportfolios herangezogen. Zur Abgrenzung des Ergebnisses im Zeitraum 1. Oktober 2024 bis 11. Februar 2025 haben wir im ersten Schritt den Forecast für das Jahr 2024 abzgl. der Ist-Werte im Zeitraum Jan. - Sep. 2024 ermittelt. Im zweiten Schritt haben wir zeitanteilig das geplante Ergebnis für das Jahr 2025 ermittelt. Aus der Summe dieser beiden Werte ermittelt sich eine Gesamtsumme für die Abgrenzung des Ergebnisses im Zeitraum 1. Oktober 2024 bis 11. Februar 2025 i.H.v. 22.412 T€.

e) NAV zum 11. Februar 2025

540. Die folgende Tabelle zeigt die Ermittlung des NAV ausgehend vom Saldo aus Vermögen und Schulden der alstria unter Berücksichtigung (i) des Barwerts der Verwaltungskosten, (ii) der Entschädigung für den Ausschüttungsnachteil der Minderheitsaktionäre aufgrund des Wegfalls des REIT-Status und (iii) der Abgrenzung des Ergebnisses vom 1. Oktober 2024 bis zum Bewertungsstichtag.

alstria Office REIT-AG	unverschuldet	verschuldet ¹⁾	verschuldet ²⁾
NAV	T€	T€	T€
Verkehrswert des Vermögens	4.373.049	4.373.049	4.373.049
Verkehrswert der Schulden	2.758.151	2.724.008	2.704.712
Saldo aus Vermögen und Schulden (Verkehrswerte) zum 30. Sep. 2024	1.614.898	1.649.041	1.668.337
Barwert der Verwaltungskosten	-462.963	-292.667	-230.726
Entschädigung für den Ausschüttungsnachteil der Minderheitsaktionäre aufgrund des Wegfalls des REIT-Status	-23.231	-23.231	-23.231
Abgrenzung des Ergebnisses vom 1.10.24 bis zum Bewertungsstichtag	22.412	22.412	22.412
Net Asset Value zum 11. Februar 2025	1.151.116	1.355.555	1.436.792

1) *Marktüblicher Verschuldungsgrad der Peer Group*

2) *Unternehmensspezifischer Verschuldungsgrad der Gesellschaft*

Quelle: *eigene Darstellung*

Tabelle 37: Net Asset Value der alstria Office REIT-AG zum 11. Februar 2025

541. Der NAV der alstria Office REIT-AG beträgt

- 1.151.116 T€ (unverschuldete Eigenkapitalkosten),
- 1.355.555 T€ (verschuldete Eigenkapitalkosten - marktüblicher Verschuldungsgrad) bzw.
- 1.436.792 T€ (verschuldete Eigenkapitalkosten - unternehmenseigener Verschuldungsgrad) zum 11. Februar 2025.

542. Das Grundkapital der alstria Office REIT-AG ist in insgesamt 178.561.572 Aktien eingeteilt.

543. Der Wert je Aktie der alstria Office REIT-AG aus dem NAV stellt sich wie folgt dar:

alstria Office REIT-AG			
NAV je Aktie	unverschuldet	verschuldet ¹⁾	verschuldet ²⁾
Net Asset Value (11.02.2025) in T€	1.151.116	1.355.555	1.436.792
Anzahl der ausstehenden Aktien	178.561.572	178.561.572	178.561.572
Wert je Aktie (in €)	6,45	7,59	8,05

1) Marktüblicher Verschuldungsgrad der Peer Group

2) Unternehmensspezifischer Verschuldungsgrad der Gesellschaft

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 38: NAV je Aktie der alstria Office REIT-AG

544. Der NAV je Aktie der alstria Office REIT-AG beträgt

- **6,45 €** (unverschuldete Eigenkapitalkosten),
- **7,59 €** (verschuldete Eigenkapitalkosten - marktüblicher Verschuldungsgrad) bzw.
- **8,05 €** (verschuldete Eigenkapitalkosten - unternehmenseigener Verschuldungsgrad).

545. Wir weisen darauf hin, dass zum Bewertungsstichtag eine Überprüfung der Verkehrswerte und des sich daraus ergebenden NAV geboten ist. Zu diesem Zweck ist die Berechnung des NAV zeitnah zum Bewertungsstichtag 11. Februar 2025 zu aktualisieren, um etwaige zwischenzeitliche Änderungen der Wertverhältnisse zutreffend erfassen zu können.

4. Exkurs: Berücksichtigung der Verschuldung bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten

546. Im Rahmen des NAV-Ansatzes ist insbesondere für die Bestimmung des Barwerts der Verwaltungskosten, die Ermittlung der Eigenkapitalkosten erforderlich. Es hat sich in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung kein eindeutiges Vorgehen in Bezug auf die Berücksichtigung der Verschuldung herausgebildet.

547. Das Bayerische Oberste Landgericht hat in seiner Rechtsprechung vom 18.05.2022 (101 ZBR 97/20; Rn. 83) die Ermittlung des Barwerts der Verwaltungskosten anhand des verschuldeten Kapitalisierungszinssatzes nicht bemängelt. Ferner ist das Bayerische Oberste Landgericht explizit darauf eingegangen, dass es keiner gesonderten Bestimmung eines risiko- und laufzeitäquivalenten Kapitalisierungszinssatzes zur Abzinsung der Verwaltungskosten bedarf. Es entspreche der in der Unternehmensbewertungspraxis anerkannten Vorgehensweise, zur Abzinsung der Verwaltungskosten (Overheadkosten) den Kapitalisierungszinssatz (vor

persönlichen Ertragsteuern) heranzuziehen, der im Rahmen einer parallel durchgeführten Unternehmensbewertung anhand des Ertragswertverfahrens ermittelt worden ist.

548. Aus modelltheoretischer Sicht kann eine Diskontierung mit Eigenkapitalkosten denen unverschuldete Betafaktoren zugrunde liegen begründet werden, wenn der Zahlungsstrom keine Finanzierungseffekte enthält bzw. nur operative Bestandteile abbildet (vgl. Ruthardt, Bewertungspraktiker 2024, S. 66). Dies kann jedoch unseres Erachtens nicht trennscharf für die Verwaltungskosten angenommen werden. Des Weiteren kann modelltheoretisch argumentiert werden, dass die Verwaltungskosten als Teil der Nettozahlungsüberschüsse an die Anteilseigner des Unternehmens grundsätzlich auch Finanzierungseffekten unterliegen. Da der NAV-Ansatz bei der Ermittlung der Verkehrswerte einzelner Vermögenswerte und Schulden auf ein marktübliches Niveau abstellt, wäre es auch denkbar bei dem Verschuldungsgrad der Eigenkapitalkosten auf ein marktübliches Niveau (Peer Group) abzustellen.
549. Vor diesem Hintergrund haben wir den NAV sowohl mit unverschuldeten als auch verschuldeten Eigenkapitalkosten ermittelt. Für die verschuldeten Eigenkapitalkosten haben wir sowohl eine Variante mit marktüblichem Verschuldungsgrad als auch eine Variante mit unternehmenseigenem Verschuldungsgrad ermittelt.

5. Wertrelevante Unterschiede des NAV-Ansatzes zum Ertragswertverfahren im vorliegenden Fall

550. Im Folgenden stellen wir die wesentlichen wertrelevanten Unterschiede zur Ermittlung des Unternehmenswerts der alstria nach dem NAV-Ansatz und dem Ertragswertverfahren vor.
551. Entsprechend der **Stichtagsbetrachtung** im NAV-Ansatz werden die Marktwerte des Vermögens und der Schulden gemäß der zum Bewertungsstichtag vorliegenden Vermögens- und Finanzlage ermittelt. Vor diesem Hintergrund liegt dem NAV-Ansatz grundsätzlich die Annahme eines statischen Portfolios zugrunde. Für die alstria handelt es sich dabei um die zum Bewertungsstichtag gehaltenen 106 Objekte des Immobilienportfolios. Wertbeiträge aus (der Entwicklung) zukünftig zu erwerbender Objekte werden annahmegemäß nicht berücksichtigt. Wertbeiträge aus der Entwicklung des Bestandsportfolios sind in der Marktbewertung für das Immobilienportfolio berücksichtigt. Im Ertragswertverfahren sind zukünftig zu erwartende finanzielle Überschüsse abgebildet (Zukunftserfolgswert). Dabei kann die Veränderung der Portfoliostruktur im Planungsverlauf abgebildet werden. Für die alstria wird ab der Konvergenzphase eine kontinuierliche Portfolioumschichtung durch den Erwerb und die Veräußerung von Objekten von der Bewertungsgutachterin angenommen (vgl. Tz.379).

552. Der NAV-Ansatz unterstellt bei der Ermittlung der Marktwerte für das Immobilienportfolio, ein **marktübliches Niveau** für die einzelnen Werttreiber. Hierbei handelt es sich insbesondere um die Höhe der geplanten Mieterlöse, die Höhe von laufenden objektspezifischen Kosten (REOE), Annahmen zum Leerstandsniveau und die Höhe der Entwicklungskosten (CAPEX). Die auf diesem Wege ermittelte marktübliche Höhe der Objektcashflows wird im Prognosezeitraum zu Zinssätzen (Yields), die sich aus dem Markgeschehen für vergleichbare Transaktionen ableiten, diskontiert bzw. kapitalisiert. In den Zinssätzen spiegelt sich dabei insbesondere der objektspezifische Entwicklungszustand sowie das Standortrisiko gemäß Markteinschätzung wider. Im Gegensatz zur Marktbetrachtung im NAV-Ansatz wird im Ertragswertverfahren die unternehmensspezifische Planung der alstria zugrunde gelegt. Wir haben zu Plausibilisierungszwecken für das Immobilienportfolio von 106 Objekten eine indikative Vergleichsbetrachtung in Bezug auf die geplanten Mieterlöse, REOE und CAPEX vorgenommen. Wir sind zu dem Ergebnis gekommen, dass die Mieterlöse der Marktbewertung (BNP-Bewertung) auf einem vergleichbaren Niveau wie die Mieterlöse gemäß Unternehmensplanung liegen (bereinigt um die im Detailplanungszeitraum geplanten Veräußerungen und Berücksichtigung einer Leerstandsquote). Die REOE hingegen sind gemäß Marktbewertung (BNP-Bewertung) auf einem niedrigeren Niveau im Vergleich zur Unternehmensplanung. Die CAPEX sind kumuliert betrachtet auf einem vergleichbar hohen Niveau, jedoch werden diese im Rahmen der BNP-Marktbewertung in einem kürzeren Zeitraum realisiert, was dazu führt, dass das Leerstands- sowie das Mietniveau schneller optimiert werden als im Detailplanungszeitraum (und der Konvergenzphase) der Zukunftserfolgsplanung. Die Gesellschaft begründet diesen Unterschied damit, dass die Umsetzung von Entwicklungsmaßnahmen den unternehmensspezifischen Restriktionen von Planungskapazitäten für Sanierungen und einem Limit in Bezug auf das Risikoexposure unterliegen. Das unternehmensspezifische Limit des Risikoexposure sieht vor, dass sich gleichzeitig maximal 20 % des Gesamtportfolios in Entwicklung befinden dürfen.
553. In Bezug auf die Finanzierungsstruktur sowie Steuern auf Unternehmensebene unterstellt der NAV-Ansatz ebenfalls ein marktübliches Niveau, während das Ertragswertverfahren auf die unternehmensspezifische Finanzierungsstruktur sowie die steuerliche Situation der Gesellschaft abstellt. Das marktübliche Niveau der Finanzierungsstruktur und der Steuern auf Unternehmensebene wird im NAV-Ansatz implizit in Form der geforderten Rendite von Investoren berücksichtigt. Auf die steuerlichen Effekte aus dem Verlust des REIT-Status gehen wir im folgenden Abschnitt gesondert ein.
554. Die Ermittlung der Marktwerte des Immobilienportfolios durch BNP anhand eines Immobilien-DCF-Bewertungskalküls vor Steuern steht nicht im Widerspruch dazu, dass die ermittelten Marktwerte implizit ein marktübliches Niveau der Steuern enthalten. In den am Markt beobachtbaren Kaufpreisen (Marktwerten) spiegeln sich die Erwartungen der Marktteilnehmer wider, die auch durch steuerliche Effekte beeinflusst sind. So wird ein potenzieller Käufer in

seinem Grenzpreiskalkül stets auch berücksichtigen, welche finanziellen Überschüsse er aus der Immobilie erzielen kann und welche steuerliche Belastung darauf in Abzug zu bringen ist. Die hieraus resultierenden Überschüsse nach Steuern wird er in seinem Kalkül mit einer korrespondierenden "Nachsteuer-Renditeforderung" in der Kalkulation seiner Preisobergrenze berücksichtigen. Aus den individuellen subjektiven Preisvorstellungen verschiedener potenzieller Käufer - die sowohl natürliche Personen, Personengesellschaften oder Kapitalgesellschaften sein können - resultiert dann der beobachtbare Kaufpreis, der als Datensatz in die retrograde Ermittlung des Diskontierungs- bzw. Kapitalisierungszinssatzes eingeht. Insoweit bilden die in die Berechnung des Diskontierungs- bzw. Kapitalisierungszinssatzes einbezogenen Kaufpreise bzw. Datensätze grundsätzlich auch die steuerliche Belastung der Marktteilnehmer ab.

6. Der NAV-Ansatz im Kontext der KPMG-Bewertung zur Ermittlung der Entschädigung an die Minderheitsaktionäre aufgrund REIT-Status-Verlusts

555. Aufgrund der zeitlichen Nähe der KPMG-Bewertung²⁵ (Stichtag: 31. Dezember 2024) zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Rahmen der vorliegenden Strukturmaßnahme (Stichtag: 11. Februar 2025) gehen wir im Folgenden auf wesentliche wertrelevante Themen ein.
556. Es ist festzuhalten, dass vor dem Hintergrund des **Stichtagsprinzips** zum Bewertungsstichtag der vorliegenden Strukturmaßnahme (11. Februar 2025) der Verlust des REIT-Status der alstria bereits erfolgt sein wird. Daher kann ein Vergleich des Zustands vor Verlust des REIT-Status zum Stichtag 11. Februar 2025 lediglich den Charakter einer pro-forma Betrachtung haben.
557. Im Rahmen der KPMG-Bewertung wird der Werteffekt durch den Wegfall des REIT-Status i.H.v. 2,81 € je Aktie der Minderheiten ermittelt. Die Ermittlung beruht dabei auf dem Ertragswertverfahren. Es resultiert eine Entschädigungssumme i.H.v. 22.231 T€ zum Stichtag 31. Dezember 2024. Wie im vorherigen Abschnitt dargestellt, stellt die Ertragswertmethode im Gegensatz zum NAV-Ansatz auf die unternehmensspezifischen Verhältnisse in Bezug auf die Ertragsteuern ab. Wir erachten diese Annahme vor dem Hintergrund des Anlasses der KPMG-Bewertung für sachgerecht und plausibel. Im Gegensatz zur Ertragswertmethode wird NAV-Ansatz auf das marktübliche Niveau der Steuern auf Unternehmensebene abgestellt, die implizit in Form der geforderten Rendite von Investoren in den Marktwerten berücksichtigt werden. Eine explizite Berücksichtigung der Steuern auf Unternehmensebene, die die alstria zu erwarten hat, erfolgt im NAV hingegen nicht. Eine Ermittlung des Unternehmenswerts

²⁵ KPMG-Bewertung zur Ermittlung der Entschädigung an die Minderheitsaktionäre aufgrund des Verlusts des REIT-Status.

anhand des NAV-Ansatzes auch vor Verlust des REIT-Status hätte diese grundlegende Annahme nicht verändert; d.h. sowohl vor als auch nach Verlust des REIT-Status wäre im NAV-Ansatz auf das marktübliche Niveau für Steuern auf Unternehmensebene abzustellen gewesen.

558. Im Umkehrschluss bedeutet dies jedoch nicht, dass im Rahmen der Ermittlung des Unternehmenswerts der alstria Office REIT-AG anhand unseres NAV-Ansatzes der Sachverhalt des Verlusts des REIT-Status gänzlich unberücksichtigt geblieben wäre. Die Berücksichtigung erfolgte an zwei Stellen. Zum einen haben wir passive latente Steuern auf die stillen Reserven des Immobilienportfolios und zum anderen die Verpflichtung der Gesellschaft aus der Entschädigung für den Verlust des REIT-Status jeweils wertmindernd berücksichtigt.
559. Zusammenfassend stellen wir fest, dass der Verlust des REIT-Status ebenfalls bei der Ermittlung des NAV wertmindernd berücksichtigt wurde. Grundsätzlich sind der Verlust des REIT-Status und der Squeeze-out der alstria zwei verschiedene Maßnahmen, die nichts miteinander zu tun haben, aber zeitlich nahezu zeitgleich erfolgen.

7. Der NAV-Ansatz der Bewertungsgutachterin

560. Die Bewertungsgutachterin hat als Indikation des Eigenkapitalwerts auf Basis des aktuellen Immobilienbestands einen eigenen NAV-Ansatz (im Folgenden kurz: „VT-NAV-Ansatz“) zur Plausibilisierung der Ergebnisse der DCF-Methode herangezogen. Der VT-NAV-Ansatz für die alstria stellt sich wie folgt dar.

alstria office REIT-AG NAV-Ansatz von VT	IFRS 30.09.2024 Mio. €	VT-NAV Min Mio. €	VT-NAV Max Mio. €
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	4.070,9	4.142,7	4.142,7
Aktive latente Steuern	5,8	0,0	0,0
Sonstige Vermögenswerte	247,8	247,8	247,8
Summe Aktiva	4.324,4	4.390,5	4.390,5
Verzinsliche Verbindlichkeiten	2.440,0	2.440,0	2.440,0
Passive latente Steuern	225,3	0,0	373,9
Sonstige Verbindlichkeiten	206,3	218,3	218,3
Summe Verbindlichkeiten	2.871,5	2.658,2	3.032,1
Saldo (Aktiva - Verbindlichkeiten)	1.452,9	1.732,3	1.358,3
- Barwert der Verwaltungskosten		-510,3	-455,0
- Abfindung für Verlust des REIT-Status		-501,8	0,0
Net Asset Value		720,2	903,3
in € je Aktie			
Saldo (Aktiva - Verbindlichkeiten)		9,70	7,61
- Barwert der Verwaltungskosten		-2,86	-2,55
- Abfindung für Verlust des REIT-Status		-2,81	0,00
Net Asset Value je Aktie		4,03	5,06

Quelle: ValueTrust

Tabelle 39: Der NAV-Ansatz der Bewertungsgutachterin

561. Die Ermittlung der Marktwerte für die Vermögensseite ist deckungsgleich zu unserer Ermittlung des NAV.

562. Die verzinslichen Verbindlichkeiten hat VT in Höhe des IFRS-Buchwerts zum 30. September 2024 angesetzt. Wir haben abweichend zu VT eine Marktwertanpassung um -78,8 Mio. € vorgenommen. Die Anpassung begründet sich hauptsächlich aus dem Abstellen auf die beobachtbaren Anleihekurse für die drei notierten Anleihen der Gesellschaft. VT begründet diese Annahme damit, dass die verzinslichen Fremdkapitalinstrumente bis zur Endfälligkeit gehalten werden und sich Marktwertschwankungen nicht materialisieren würden. Wir erachten diese Annahme für nicht sachgerecht, da bei der Ermittlung das NAV die

Stichtagsbetrachtung maßgeblich ist. Demnach sind die Marktwerte der Vermögenswerte und Schulden zum Bewertungsstichtag zu ermitteln.

563. Passive latente Steuern setzt VT im ersten Szenario nicht an. Hintergrund ist, dass stattdessen ein Betrag i.H.v. 501,8 Mio. € als Abfindung für den Verlust des REIT-Status wertmindernd in Abzug gebracht wird und damit den Steuern auf Unternehmensebene Rechnung getragen werden soll. Im zweiten Szenario setzt VT passive latente Steuern i.H.v. 373,9 Mio. € an. Dies erfolgt unter der Annahme der sofortigen Veräußerung aller Immobilien. In Bezug auf das erste Szenario stellen wir fest, dass ein Abfindungsbetrag i.H.v. 501,8 Mio. € auf Gesamtunternehmensebene nicht vorliegt. Sofern es sich bei den 501,8 Mio. € inhaltlich um die Vergleichsbetrachtung der KPMG-Ertragswerte vor bzw. nach Verlust des REIT-Status handelt, wäre dieser Wert im NAV-Ansatz nicht heranzuziehen, da sonst eine Vermischung der Bewertungsmethoden vorliegen würde. In Bezug auf das zweite Szenario erachten wir die passiven latenten Steuern i.H.v. 373,9 Mio. €, der Höhe nach für nicht angemessen. Die Annahme einer sofortigen Veräußerung aller Immobilien erachten wir für nicht sachgerecht, da dies im Widerspruch zur Steuerplanung der Gesellschaft steht.
564. Bei der Ermittlung des Barwerts der Verwaltungskosten hat VT ein jährliches Niveau der Verwaltungskosten i.H.v. 23 Mio. € zugrunde gelegt, welches wir der Höhe nach für vertretbar erachten. Die Verwaltungskosten liegen um rd. 1 Mio. € oberhalb des von uns angesetzten Verwaltungskostenniveaus i.H.v. 22 Mio. € p.a. Der Barwert der Verwaltungskosten wurde in beiden Szenarien anhand der unverschuldeten Eigenkapitalkosten ermittelt. Ausschließlich für das zweite Szenario wurde ein Steuervorteil der Verwaltungskosten berücksichtigt.
565. Die Bewertungsgutachterin ermittelt einen NAV für die alstria in einer Bandbreite von 4,03 € bis 5,06 € je Aktie. Wir halten die Vorgehensweise von der Bewertungsgutachterin zur Ermittlung des NAV für nicht sachgerecht. Insofern ist sie u.E. auch nicht geeignet, die Plausibilität des Ertragswertes zu zeigen.

8. Gesamtfazit zum NAV-Ansatz

566. Insgesamt erachten wir auch den NAV-Ansatz für eine geeignete Methode zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung der Minderheitsaktionäre der alstria. Zum einen handelt es sich bei dem NAV um eine in der Rechtsprechung sowie im gewöhnlichen Geschäftsverkehr anerkannte und übliche Bewertungsmethode für vermögensverwaltende Gesellschaften im Generellen sowie für Immobiliengesellschaften im Speziellen. Zum anderen spiegelt sich im NAV-Ansatz unseres Erachtens zutreffend, dass Wertpotenzial des Vermögens abzgl. der Schulden wider. Der NAV entspricht dabei nicht einer Substanzbewertung des Unternehmens im klassischen Sinn, sondern einer modifizierten Ertragsbewertung, die die spezifischen Gegebenheiten einer vermögensverwaltenden Gesellschaft berücksichtigt. Im Kern kombiniert

eine Wertermittlung auf Basis des NAV Elemente der Gesamtbewertungsmethode mit denen eines Einzelbewertungsverfahrens.

567. Des Weiteren hat uns das Landgericht Hamburg in seinem Beschluss vom 8. Oktober 2024 aufgegeben die Substanz der Vermögenswerte zu ermitteln. Durch die Ermittlung des NAV tragen wir diesem Prüfungsauftrag Rechnung.
568. Der von uns ermittelte NAV je Aktie der alstria beträgt
- **6,45 €** (unverschuldete Eigenkapitalkosten),
 - **7,59 €** (verschuldete Eigenkapitalkosten - marktüblicher Verschuldungsgrad) bzw.
 - **8,05 €** (verschuldete Eigenkapitalkosten - unternehmenseigener Verschuldungsgrad).
569. Hintergrund für die Wertbandbreite ist die Annahme der Berücksichtigung von Verschuldung im Zusammenhang der Ermittlung der Eigenkapitalkosten. Es hat sich in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung kein eindeutiges Vorgehen in Bezug auf die Berücksichtigung der Verschuldung herausgebildet. Daher haben wir den NAV sowohl mit unverschuldeten als auch verschuldeten Eigenkapitalkosten ermittelt. Für die verschuldeten Eigenkapitalkosten haben wir sowohl eine Variante mit marktüblichem Verschuldungsgrad als auch eine Variante mit unternehmenseigenem Verschuldungsgrad ermittelt. Wir erachten keine dieser Vorgehensweisen für vorzugswürdig.
570. Wir weisen darauf hin, dass zum Bewertungsstichtag eine Überprüfung der Verkehrswerte und des sich daraus ergebenden NAV geboten ist. Zu diesem Zweck ist die Berechnung des NAV zeitnah zum Bewertungsstichtag 11. Februar 2025 zu aktualisieren, um etwaige zwischenzeitliche Änderungen der Wertverhältnisse zutreffend erfassen zu können.

VI. Vergleichende Marktbewertung

571. In der Bewertungspraxis ist es üblich, den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert mit Hilfe des sog. Multiplikatorverfahrens zu plausibilisieren. Grundsätzlich handelt es sich auch bei diesem Verfahren um ein kapitalmarktorientiertes Bewertungskonzept, das ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung folgt. Der Unternehmenswert wird indes stark vereinfacht anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt.
572. Dem Multiplikatorverfahren liegt der Gedanke zugrunde, eine bei Vergleichsunternehmen beobachtbare Bewertungsrelation auf das zu bewertende Unternehmen zu übertragen. Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann daher regelmäßig nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte.
573. Beim Multiplikatorverfahren wird zwischen Brutto- und Nettomethoden unterschieden. Bruttomultiplikatoren ergeben sich aus der Division des Unternehmensgesamtwertes („Enterprise Value“, „EV“) durch Kennzahlen wie Umsatz, EBITDA oder EBIT. Diese Kennzahlen haben gemeinsam, dass sie unabhängig von der Kapitalstruktur des jeweiligen Unternehmens sowie von steuerlichen Einflüssen sind. Sie eignen sich daher besonders für branchenübergreifende Vergleiche oder internationale Vergleiche. Andererseits vernachlässigen sie die tatsächliche Ertragskraft für Aktionäre, da Schulden und Eigenkapitalrenditen ignoriert werden. Nettomultiplikatoren ergeben sich dagegen aus der Division des Unternehmenswertes (Marktwert des Eigenkapitals, „Equity Value“) durch Kennzahlen wie das Jahresergebnis oder den Gewinn pro Aktie. Sie reflektieren Zuflüsse an Aktionäre des Unternehmens nach Abzug von Kosten, Zinsen und Steuern. Da sich Nettomultiplikatoren auf die tatsächlichen Zuflüsse an Aktionäre beziehen, eignen sie sich insbesondere für Unternehmen deren Gewinne oder Dividenden im Fokus stehen. Die Aussagefähigkeit dieser Multiplikatoren kann jedoch eingeschränkt sein, da sich unterschiedliche Verschuldungsgrade, Steuersätze und Rechnungslegungsstandards stark auf die zugrunde gelegten Kennzahlen auswirken und diese verzerren kann, was einen Vergleich zwischen Unternehmen erschwert.
574. In der Bewertungspraxis werden regelmäßig folgende Multiplikatoren herangezogen:
- Kurs-Gewinn-Verhältnis („KGV“),
 - Kurs-Buchwert-Verhältnis („Price-to-Book“, „P/BV“)

- Enterprise Value („EV“)/EBIT-Multiplikator (neutralisiert grundsätzlich die Kapitalstruktur),
 - EV/EBITDA-Multiplikator (neutralisiert grundsätzlich die Kapitalstruktur und gleicht unterschiedliche Investitionsphasen aus),
 - EV/Umsatzerlöse-Multiplikator (in der Regel nur aussagefähig bei vergleichbarer Ertragskraft oder zumindest der Aussicht auf eine solche).
575. Die Multiplikatoren können aus den Kapitalmarktdaten vergleichbarer börsennotierter Unternehmen oder auf Basis von Transaktionspreisen abgeleitet werden.
576. Während bei der Ertragswertmethode die in der Zukunft erwarteten Zahlungsströme explizit in die Berechnung des Unternehmenswertes eingehen, basieren die Multiplikatoren in der Regel jeweils auf einer prognostizierten Umsatz- oder Ertragsgröße eines in der nahen Zukunft liegenden Geschäftsjahres. Die längerfristigen Ertragerwartungen, der charakteristische Ertragsverlauf und das Risiko finden ihren Niederschlag im Multiplikator. Kritische Faktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die prognostizierten Erfolgsfaktoren und die Auswahl der Vergleichsunternehmen zur Ermittlung der Multiplikatoren.
577. Die Bewertungsgutachterin hat eine Plausibilisierung anhand von Börsenmultiplikatoren vorgenommen. ValueTrust kommt in ihrer Analyse zum Ergebnis, dass der Ertragswert je Aktie der alstria innerhalb der Bandbreite der Marktbewertungen basierend auf den Multiplikatoren der Peer Group-Unternehmen liegt.
578. Wir haben die Ergebnisse der vergleichenden Marktbewertung von ValueTrust nachvollzogen und eigene Berechnungen auf Grundlage der von uns im Abschnitt D.IV.6.c dargestellten Peer Group durchgeführt.
579. Zur Plausibilitätsbeurteilung haben wir im vorliegenden Fall sowohl eine Nettobetrachtung vorgenommen. Im Rahmen der Nettobetrachtung haben wir neben P/BV-Multiplikatoren branchenspezifische Multiplikatoren auf Basis der „EPRA Net tangible Assets“ („NTA“) herangezogen. Diese Kennzahl wird von der European Public Real Estate Association („EPRA“), einer Branchenorganisation für börsennotierte Immobilienunternehmen und -fonds, definiert und wird von vielen Unternehmen im Immobiliensektor veröffentlicht. NTA bildet dabei den Nettovermögenswert einer Immobiliengesellschaft ab. Es berechnet sich als das den Anteilseignern des Mutterunternehmens zustehende Eigenkapital gemäß der IFRS-Bilanz abzüglich immaterieller Vermögenswerte und korrigiert um Anpassungen von Fair-Value Bewertungen der Vermögenswerte sowie um bestimmte, im Zusammenhang mit Immobilien stehende latente Steuern. Die Berechnungen auf Basis der Nettomultiplikatoren wurden dabei

nur für einen historischen Betrachtungszeitraum durchgeführt, da die Schätzung des zukünftigen Buchwerts des Eigenkapitals nur schwer möglich und mit wesentlichen Ermessensentscheidungen verbunden ist, was die Belastbarkeit beeinträchtigt.

580. Auf die Ermittlung von Bruttomultiplikatoren wie etwa EV/Umsatz-, EV/EBITDA- sowie EV/EBIT-Multiplikatoren haben wir im vorliegenden Fall verzichtet. Hintergrund ist, dass die Planungsrechnung der alstria im Detailplanungszeitraum eine Veräußerung von Immobilien und damit einhergehend eine Reduzierung des Portfoliobestands annimmt. Diese Annahme führt insgesamt dazu, dass die Vergleichbarkeit von Bruttomultiplikatoren nur sehr eingeschränkt gegeben ist.

581. Die folgende Tabelle stellt die Bandbreite der P/BV- und P/NTA-Multiplikatoren (Nettobetrachtung) der Peer Group dar:

alstria Office REIT-AG Multiplikatoren	P/BV		P/NTA	
	2023	30.06.2024	2023	30.06.2024
CA Immobilien Anlagen AG	1,2x	0,8x	1,0x	0,7x
CLS Holdings plc	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x
Gecina S.A.	0,8x	0,7x	0,8x	0,7x
Icade S.A.	0,5x	0,4x	0,5x	0,4x
Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A.	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x
Inovalis Real Estate Investment Trust	0,2x	0,1x	n.a.	n.a.
IREIT Global	0,7x	0,5x	0,7x	0,5x
MERLIN Properties SOCIMI, S.A.	0,7x	0,8x	0,7x	0,7x
NSI N.V.	0,5x	0,5x	0,5x	0,6x
Covivio S.A.	0,6x	0,7x	0,6x	0,7x
PSP Swiss Property AG	1,0x	1,1x	0,9x	0,9x
Minimum	0,2x	0,1x	0,4x	0,4x
Mittelwert	0,7x	0,6x	0,7x	0,6x
Median	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x
Maximum	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 40: Kurs-Buchwert- und NTA-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen

582. Die nachfolgende Tabelle zeigt die sich auf dieser Basis der P/BV- und P/NTA-Multiplikatoren für die alstria ergebenden Marktwerte:

alstria Office REIT-AG	P/BV		P/NTA	
	2023	30.06.2024	2023	30.06.2024
Marktwerte (Mio. €)				
Bezugsgröße des Bewertungsobjektes	1.618	1.683	1.625	1.687
Multiplikator (Minimum)	0,2x	0,1x	0,4x	0,4x
Multiplikator (Mittelwert)	0,7x	0,6x	0,7x	0,6x
Multiplikator (Median)	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x
Multiplikator (Maximum)	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x
MW Eigenkapital (Minimum)	364	218	655	632
MW Eigenkapital (Mittelwert)	1.091	1.038	1.081	1.023
MW Eigenkapital (Median)	1.107	1.157	1.077	1.044
MW Eigenkapital (Maximum)	1.883	1.811	1.570	1.582
Wert je Aktie in € (Minimum)	2,04	1,22	3,67	3,54
Wert je Aktie in € (Mittelwert)	6,11	5,81	6,05	5,73
Wert je Aktie in € (Median)	6,20	6,48	6,03	5,84
Wert je Aktie in € (Maximum)	10,54	10,14	8,79	8,86

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

*MW = Marktwert

Tabelle 41: Marktwert des Eigenkapitals der alstria anhand von P/BV- und P/NTA-Multiplikatoren

583. Zusammengefasst ergeben sich die nachfolgenden Mittelwerte und Mediane:

Marktwert Eigenkapital je Aktie	Jahr	Mittelwert	Median
		Mio. €	Mio. €
P/BV	2023	6,11	6,20
NTA	2023	6,05	6,03
P/BV	HY 2024	5,81	6,48
NTA	HY 2024	5,73	5,84
Durchschnitt		5,93	6,14

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 42: Marktwert des Eigenkapitals je alstria-Aktie im Mittelwert und Median anhand von P/BV- und P/NTA-Multiplikatoren

584. Aus unseren Analysen geht hervor, dass die Mittelwerte und Mediane der Marktwerte der alstria anhand der Nettomultiplikatoren innerhalb einer Bandbreite von 1.023 Mio. € bis 1.157 Mio. € liegen. Daraus ergibt sich eine Bandbreite für den Wert je Aktie von 5,73 € bis 6,48 €. Der von der Bewertungsgutachterin anhand des Ertragswertverfahrens ermittelte Wert je Aktie i.H.v. 5,11 € liegt somit unterhalb dieser Bandbreite.

585. Zusammenfassend stellen wir fest, dass im Ergebnis unserer Analysen zur vergleichenden Marktbewertung keine Anhaltspunkte dafür vorliegen, dass weder der von der Bewertungsgutachterin ermittelte Ertragswert noch der von uns ermittelte NAV unplausibel ist.

E. ABLEITUNG DER BARABFINDUNG

586. Die Hauptaktionärin hat am 18. Dezember 2024 die Barabfindung, die den Minderheitsaktionären für die Übertragung ihrer Aktien angeboten wird, auf 5,11 € je Aktie festgelegt.
587. Der durch ValueTrust mittels Ertragswertverfahren abgeleitete Unternehmenswert der alstria Office REIT-Gruppe auf den 11. Februar 2025 beträgt 911,8 Mio. €. Hieraus resultiert ein rechnerischer Wert von 5,11 € je Aktie.
588. Der umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs für den Drei-Monatszeitraum vor dem Tag der Mitteilung über den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre, dem 18. September 2024, beträgt 3,49 € und liegt unter dem ermittelten Unternehmenswert je Aktie.
589. Im Ergebnis hat die Hauptaktionärin in Kenntnis der Wertbandbreiten aus Börsenkurs und Ertragswert sich dazu entschlossen, die Abfindung auf den im Vergleich zum Börsenkurs höheren Ertragswert der alstria Office REIT-AG i.H.v. 5,11 € festzulegen.
590. Wir erachten die im vorliegenden Fall zugrunde gelegte Ertragswertmethode zur Ermittlung der Barabfindung als grundsätzlich geeignet sowie die ermittelte Höhe des Ertragswerts von 5,11 € für angemessen. Wir erachten jedoch auch den NAV-Ansatz für grundsätzlich geeignet sowie die Höhe des von uns ermittelten NAV in einer Bandbreite von 6,45 € bis 8,05 € für angemessen. Unseres Erachtens handelt es sich bei der abschließenden Beurteilung der angemessenen Höhe der Barabfindung im vorliegenden Fall um eine Rechtsfrage.
591. Im Ergebnis stellen wir daher fest, dass die von der BPG Holdings Bermuda Limited festgelegte Barabfindung i.H.v. 5,11 € je Aktie angemessen ist, sofern das Landgericht Hamburg den NAV-Ansatz im vorliegenden Fall für nicht vorzugswürdig ggü. dem Ertragswert erachtet. Sollte dies der Fall sein wäre die angemessene Barabfindung anhand des NAV-Ansatzes in einer Bandbreite von 6,45 € bis 8,05 € festzulegen.
592. Unserer Prüfung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung liegen die uns bis zum Abschluss unserer Prüfung zur Verfügung gestellten Informationen zugrunde. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der Hauptversammlung der alstria am 11. Februar 2025, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der alstria beschließt, wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswertes der alstria ergeben, wären diese bei der Barabfindung ergänzend zu berücksichtigen.

F. ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER FESTGELEGTEN BARABFINDUNG

593. Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der BPG Holdings Bermuda Limited, Bermuda, als Hauptaktionärin festgesetzten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der alstria, Hamburg, geprüft.
594. Nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung des BGH haben die Aktionäre keinen Anspruch auf eine Meistbegünstigung im Hinblick auf die angemessene Barabfindung. Wir halten sowohl die Ertragswertmethode als auch den Net Asset Value dafür geeignet eine angemessene Barabfindung bei der alstria office REIT-AG zu ermitteln. Die Vorzugswürdigkeit der Bewertungsmethode ist eine Rechtsfrage, die die Kammer 12 für Handelssachen des Landgerichts Hamburg zu entscheiden hat.
595. Wir geben gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e AktG folgende abschließende Erklärung ab:

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der alstria, Hamburg, i.H.v. 5,11 € je Aktie angemessen, sofern die Kammer 12 für Handelssachen des Landgerichts Hamburg eine Ableitung des Wertes je Aktie auf Basis des Ertragswertverfahrens gegenüber einer Ableitung auf Basis des Net Asset Value für vorzugswürdig hält.“

Besondere Schwierigkeiten i.S.d. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG sind nicht aufgetreten.

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

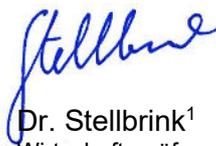
Frankfurt am Main, den 18. Dezember 2024

IVA VALUATION & ADVISORY AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Creutzmann¹
Wirtschaftsprüfer

 Signiert von Andreas PAUL
RODIGER Creutzmann am
18.12.2024



Dr. Stellbrink¹
Wirtschaftsprüfer

 Signiert von JOHN STELLBRINK
am 18.12.2024



¹ Certified Valuation Analyst

ANLAGE 1

Beschluss des Landgerichts Hamburg – Kammer 12 für Handelssachen,
vom 8. Oktober 2024 über die Bestellung der IVA VALUATION & ADVISORY AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, zur sachverständigen Prüferin für
die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung (Angemessenheitsprüferin)

Landgericht Hamburg

Az.: 412 HKO 105/24



Beschluss

In der Sache

BPG Holdings Bermuda Limited, 73 Front Street; 5th Floor, Hamilton; HM 12, Bermuda
- Antragstellerin -

Prozessbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Kirkland & Ellis International LLP**, Maximilianstraße 11, 80539 München

beschließt das Landgericht Hamburg - Kammer 12 für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Dr. Nevermann am 08.10.2024:

1. Zur Prüferin der angemessenen Barabfindung anlässlich der beabsichtigten Übertragung von Aktien von Minderheitsaktionären auf die Hauptaktionärin (§§ 327c II, 293c, 293d AktG sog. Squeeze-Out)

der

alstria office REIT-AG
Steinstraße 7
20095 Hamburg
(HRB 992004 - AG Hamburg)

wird bestellt

IVA VALUATION & ADVISORY AG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Bearbeiter : Wirtschaftsprüfer Andreas Creutzmann

Savignystr. 34, 60325 Frankfurt am Main

(Tel. + 49 69 9043 8793,

E-Mail: andreas.creutzmann@iva-valuation.de)

2. Die Kosten des Verfahrens hat die Antragstellerin zu tragen.
3. Der Streitwert wird festgesetzt auf € 50.000.-.

Gründe:

1. Die Bestellung erfolgt nach den §§ 327c II, 293c I AktG. Hiernach bestellt das Gericht auf Antrag des Hauptaktionärs einen oder mehrere sachverständigen Prüfer, wenn der Hauptaktionär beabsichtigt, auf der bevorstehenden Hauptversammlung einen Beschluss dahin fassen zu lassen, dass Aktien von Minderheitsaktionären auf den Hauptaktionär übertragen werden (sog. Squeeze-Out, § 327a AktG).

Diese Voraussetzungen liegen nach den Darlegungen der Antragstellerin (Hauptaktionärin) vor. Die Antragstellerin hat Unterlagen vorgelegt, nach denen ihr 95,37 % der Aktien der alstria Office-Reit AG gehören, und sie hat das Verlangen auf Übertragung glaubhaft vorgetragen.

2. Das angerufene Gericht ist örtlich zuständig, weil nach den Darlegungen der Antragstellerin die abhängige Gesellschaft ihren im Handelsregister eingetragenen Sitz in Hamburg hat, § 293 c I 3 AktG. Die Entscheidung ergeht durch den insoweit zuständigen Vorsitzenden der Kammer für Handelssachen allein, § 293 c I 4 AktG.

3. Die Auswahl der Prüferin erfolgt durch das Gericht unter den nach den §§ 293d AktG, 319 I-III HGB geeigneten Kandidaten. Die Antragstellerin hat drei Vorschläge unterbreitet. Alle vorgeschlagenen Institute haben das Vorliegen dieser Kriterien und darüber hinaus schriftlich versichert, dass die auch sonst keine geschäftlichen Verbindungen zur Fa. und der Antragstellerin unterhalten. Unter den vorgeschlagenen Prüfern hat das Gericht ausgewählt.

4. Das Gericht möchte entsprechend den Zielen des SpruchG eine wirkliche unabhängige Prüfung nach § 327c AktG durchführen mit dem Ziel, das dabei entstehende Prüfgutachten in dem sich evt. anschließenden Spruchverfahren zu verwerten und ohne eine weitere Begutachtung auszukommen. Deshalb wird dem Prüfer aufgegeben, eine eigene Bewertung vorzunehmen.

5. Dem Prüfer wird ferner aufgegeben, die Prüfung insbesondere auch auf die Frage zu erstrecken, ob ein Verkauf der Firma in Teilen einen über dem Ertragwert liegenden Erlös ergeben würde, welchen Wert die Substanz der Vermögenswerte hat und welcher Erlös bei einer Liquidation erzielt werden könnte. Sollte eine Begutachtung unter dem Standard IDW S1 erfolgen, möge bitte zusätzlich eine Bewertung nach einem weiteren Bewertungsmodus überschlägig dargestellt werden.. In jedem Fall soll der Darstellung des Unternehmenswertes eine Tabelle auf der Basis von Microsoft Excel als Datei beigefügt werden, die es dem Gericht ermöglicht, einzelne Parameter zu ändern und zu einer eigenen Beurteilung zu gelangen.

6. Die Prüferin wird ferner gebeten, nach Abschluss der Prüfung ein Exemplar des Prüferberichtes zur Gerichtsakte zu reichen. Außerdem wird gebeten, unter Beifügung der

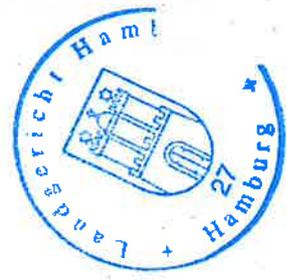
Honorarvereinbarung und der Honorarrechnung anzugeben, welches Honorar gezahlt wurde.

Dr. Nevermann
Vorsitzender Richter am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
Hamburg, 09.10.2024

Schwerdt, JFAng
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle
Durch maschinelle Bearbeitung beglaubigt
- ohne Unterschrift gültig



ANLAGE 2

Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und
Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2024

Allgemeine Auftragsbedingungen

für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2024

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich in Textform vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

(2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber. Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

(1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.

(2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen Vereinbarung in Textform.

(3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgen hinzuweisen.

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.

(2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten Erklärung in gesetzlicher Schriftform oder einer sonstigen vom Wirtschaftsprüfer bestimmten Form zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

(1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

(2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkunternehmen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags in gesetzlicher Schriftform oder Textform darzustellen hat, ist allein diese Darstellung maßgebend. Entwürfe solcher Darstellungen sind

unverbindlich. Sofern nicht anders gesetzlich vorgesehen oder vertraglich vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie in Textform bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Arbeitsergebnisse oder Auszüge von Arbeitsergebnissen – sei es im Entwurf oder in der Endfassung) oder die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber an einen Dritten bedarf der in Textform erteilten Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer behördlichen Anordnung verpflichtet.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

7. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlägen, Unterlassen bzw. unberechtigter Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2) Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

(3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt. Gleiches gilt für Ansprüche, die Dritte aus oder im Zusammenhang mit dem Vertragsverhältnis gegenüber dem Wirtschaftsprüfer geltend machen.

(3) Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers her, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.

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

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

(6) § 323 HGB bleibt von den Regelungen in Abs. 2 bis 5 unberührt.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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